

**PERAN KINERJA PERUSAHAAN DALAM MENENTUKAN PENGARUH
FAKTOR FUNDAMENTAL MAKROEKONOMI, RISIKO SISTEMATIS,
DAN KEBIJAKAN PERUSAHAAN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

(Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)

DISERTASI

**Diajukan Untuk Memperoleh Gelar Doktor Ilmu Ekonomi Dalam
Bidang Manajemen Dengan Kajian Manajemen Keuangan
Pada Program Doktor Ilmu Ekonomi
Universitas Diponegoro
Semarang**



Oleh:

**BAMBANG SUDIYATNO
NIM : C5B004005**

**PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2010**

**PERAN KINERJA PERUSAHAAN DALAM MENENTUKAN PENGARUH
FAKTOR FUNDAMENTAL MAKROEKONOMI, RISIKO SISTEMATIS,
DAN KEBIJAKAN PERUSAHAAN TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN**

(Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)

**Bambang Sudiyatno
NIM : C5B004005**

Semarang, Juli 2010

**Telah Disetujui Untuk Dipertahankan Dihadapan Sidang Senat Terbuka
Ujian Promosi Doktor Ilmu Ekonomi Bidang Manajemen Keuangan
Pada Program Doktor Ilmu Ekonomi
Universitas Diponegoro
Semarang**

**Oleh:
Promotor,**

Prof. Dr. H. Miyasto, SU

Ko-Promotor,

Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM Prof. Dr. H. Imam Ghozali, Akt, M.Com

Moto:

Aku enggak mau seperti kemarin, dua hari yang lalu, seminggu yang lalu, sebulan yang lalu, setahun yang lalu, apalagi dulu-dulu (BSA, 2010).

Cinta akan menggilas setiap orang yang mengikuti geraknya, tetapi tanpa gilasan cinta, hidup tiada terasa indah, maka bercintalah selagi bisa (BSA, 2010).

Apabila di dalam diri seseorang masih ada rasa malu dan takut untuk berbuat suatu kebaikan, maka jaminan bagi orang tersebut adalah tidak akan bertemunya ia dengan kemajuan selangkah pun (Bung Karno).

Pahlawan bukanlah orang yang berani menetakkan pedangnya ke pundak lawan, tetapi pahlawan sebenarnya ialah orang yang sanggup menguasai dirinya dikala ia marah (Nabi Muhammad SAW).

PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Bambang Sudiyatno

NIM : C5B004005

menyatakan bahwa disertasi yang berjudul: **"Peran Kinerja Perusahaan Dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan"**, adalah karya saya sendiri. Karya ilmiah ini belum pernah digunakan untuk mendapatkan gelar keilmuan dimanapun.

Karya ilmiah ini sepenuhnya milik saya, semua informasi yang berasal dari penulis lain telah diberi penghargaan dengan mengutip sumbernya. Oleh karena itu, semua tulisan dalam disertasi ini menjadi tanggung jawab saya sebagai penulis.

Apabila dikemudian hari didapati plagiat, maka saya sebagai penulis bersedia mempertanggung jawabkan sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Penulis,

Bambang Sudiyatno

KATA PENGANTAR

Saya panjatkan puji syukur ke hadirat Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penyusunan laporan disertasi ini dengan susah payah dapat diselesaikan. Laporan disertasi ini dapat saya selesaikan atas bantuan berbagai pihak, untuk itu saya mengucapkan banyak terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Susilo Wibowo, MS, Med, Sp.And selaku Rektor Universitas Diponegoro, dan Prof. Ir. Sunarso, MS selaku Sekretaris Senat Universitas Universitas Diponegoro, yang telah memberikan kesempatan dan fasilitas kami untuk belajar.
2. Prof. Dr. dr. Ign. Riwanto, Sp. BD selaku Direktur Program Pascasarjana, Dr. M. Chabachib. M.Si. Akt selaku Dekan Fakultas Ekonomi, dan Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi MM selaku Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang beserta seluruh Staf dan Dosen Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi yang telah memberikan kami kesempatan untuk belajar dan memberikan dinamika keilmuan.
3. Prof. Dr. H. Miyasto, SU selaku promotor, yang telah meluangkan waktu membimbing dengan penuh komunikatif, kesabaran, kecerdikan dan keteladanan.
4. Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM selaku co-promotor, yang telah meluangkan waktu membimbing dengan penuh komunikatif, kesabaran, kecerdikan dan keteladanan.

5. Prof. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com. Akt selaku co-promotor, yang telah meluangkan waktu membimbing dengan penuh komunikatif, kesabaran, kecerdikan dan keteladanan.
6. Direktur Jendral Pendidikan Tinggi, yang telah memberika Beasiswa Pendidikan Pascasarjana (BPPS), sehingga dapat melancarkan dan memotivasi saya dalam menempuh studi.
7. Almarhum Prof. H. Hadi Wuryan, SH, CN, MH dan Drs. Fx. Budi Dharmakusuma, MM selaku mantan Ketua dan Ketua Yayasan Pembina dan Penerbit Mahasiswa Indonesia (YPPMI), yang telah memberikan kesempatan untuk menempuh studi.
8. Prof. Dr. Y. Sutomo, MM selaku mantan Rektor Universitas Stikubank Semarang, Dr. H. Widhy Setyowati, MM, Akt selaku mantan Ketua STIE Stikubank Semarang, dan Drs. H.M. Fauzan, MS selaku mantan Ketua STIE Stikubank.
9. Dr. Bambang Suko Priyono, MM selaku Rektor Universitas Stikubank Semarang, dan Dr. Sunarto, MM selaku Ketua Program Pasca Sarjana, yang telah mendorong dan memberi dukungan dalam menempuh studi.
10. Rekan-rekan Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang, khususnya Angkatan III Konsentrasi Manajemen; Dr. Widodo, MM, Dr. Agus Surata, M.Si, Dr. Alimuddin Rizal Rifai, MM, Joko Utomo, SE, MM, dan Drs. Adar Simbolon, M.Si, atas dorongan motivasi dan solidaritas selama dalam menempuh studi di S3.

11. Rekan-rekan Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Stikubank Semarang, khususnya; Agung Nusantara, SE, Msi, Drs. Herry Subagyo, MM, Sih Darmi Astuti, SE, M.Si, Dr. Alimuddin Rizal Rifai, MM, Cecilia Sri Mindarti, SE, M.Si, Dr. Basukianto, MS, Drs. J. Widiyatmoko, MM, Dr. Greg. Masdjoyo, SE, M.Com, M.Si, Endang Cahyaningsih, SE, M.Com, Ali Naskur, SE, M.Com, dan Elen Puspitasari, SE, M.Si, yang telah mendukung, membantu, dan memotivasi saya untuk belajar pada Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
12. Orang tua saya Almarhum Bapak Suwardi Hadi Sukarto, dan Ibu Suwarti, yang telah mengasuh, mendoakan, dan membesarkan dengan susah payah dan penuh kesabaran, kasih sayang, keteladanan, dan pengorbanan yang tak terhitung nilainya
13. Istriku tercinta, Mama Orisa Nuswandhani, SE, dan anak-anakku Eristya Dessy Astarina dan Erian Febri Satriawan, yang selalu mendoakan dan memotivasi agar saya dapat menyelesaikan studi S3.
14. Adik-adikku Endang Surtiyatni, Bambang Sudiantoro, Bambang Romada Sutriono, Sugiarso, Sugi Astuti, Sudaryono, Ani Sudaryanti, dan Sulistiyadi, yang telah mendorong saya untuk studi S3.
15. Dr. Suwandi, MS, Drs. Ichwan Arif Pulungan, Drs. Tri Susanto, MS, dan Drs. Witjaksono Eko Hartoto, MM yang telah membantu dan memotivasi penelitian ini.

16. Berbagai Pihak yang tidak dapat saya sebutkan, yang telah membantu saya dalam menyusun disertasi.

Disertasi ini masih banyak kekurangannya, sehingga masih membutuhkan kritik dan saran untuk penyempurnaan tulisan ini. Oleh karena itu, bagi para pembaca yang berminat kami mohon untuk memberikan saran dan kritik demi penyempurnaan disertasi ini.

Semarang, Juli 2010
Penyusun,

Bambang Sudiyatno

ABSTRAK

Studi ini mencoba untuk menjawab beberapa pertanyaan sekitar faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Analisis dilakukan secara berjenjang dengan menempatkan risiko sistematis dan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening*. Tujuan penelitian ini secara spesifik adalah untuk menguji pengaruh berjenjang faktor fundamental makroekonomi dalam mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Dasar teori yang digunakan untuk mendukung penelitian ini adalah dua teori keuangan yang telah mapan, yaitu teori agensi dan teori struktur modal. Studi ini menggunakan sample perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan merupakan panel data, yaitu data *cross section* dan data *time series*, periode 2004 sampai dengan 2006. Pengambilan sampel dengan *purposive sampling*, sedangkan teknik analisis menggunakan regresi berganda.

Hasil penelitian *Pertama*: variabel-variabel makroekonomi (inflasi, kurs, tingkat bunga, dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Sedangkan risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. *Kedua*: variabel-variabel kebijakan perusahaan (insentif manajer dan *leverage* keuangan) berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan *capital expenditure* berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, dengan kata lain, *capital expenditure* pengaruhnya kecil terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan jika dibandingkan dengan insentif manajer dan *leverage* keuangan. *Ketiga*: temuan khusus dari penelitian ini adalah bahwa terjadi proses berjenjang dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening*, yaitu variabel yang memediasi pengaruh variabel makroekonomi (kurs), risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan (insentif manajer) dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Kata kunci: Faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

ABSTRACT

This study tries to answer some questions on the factors influencing firm performance and firm value in Indonesia Stock Exchange. The analysis was conducted gradually by placing systematic risk and firm performance as intervening variables. This research, in specific, aims to test the gradual effect of macroeconomic fundamental factors on firm performance and firm value.

The theoretical base applied to support this research was two established financial theories, such as agency and capital structure theory. This study used the samples of the manufacture companies, which the stocks actively traded in Indonesia Stock Exchange. The data used was panel data, namely, the data of cross section and time series from the period of 2004 to 2006. The sampling was purposive sampling, and the analytical technique was multiple regressions.

The research results are; first, the macroeconomics variables (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth) have significant effect on systematic risks. On the other hand, systematic risks have significant effect on firm performance, and firm performance has significant effect on firm value. Second, the variables of firm policy (manager incentive and financial leverage) have significant effect on firm performance, and firm performance has significant effect on firm value. However, capital expenditure has insignificant effect on firm performance and firm value rather than manager incentive and financial leverage. Third, special findings from this research are that there is gradual process in influencing firm value so that firm performance has the role as intervening variable, which is the variables mediating the effects of macroeconomic variable (exchange rate), systematic risk, and firm policy (manager incentive) in affecting firm value.

Keywords: Macroeconomics fundamental factors, systematic risks, firm policy, firm performance, and firm value.

INTISARI

Studi ini bertujuan untuk menguji pengaruh faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), risiko sistematis, kebijakan perusahaan (insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan), serta kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menempatkan risiko sistematis sebagai variable *intervening* yang akan memediasi hubungan antara faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) dengan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menempatkan kinerja perusahaan sebagai variable *intervening* yang akan memediasi hubungan antara kebijakan perusahaan (insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan) dengan nilai perusahaan.

Permasalahan utama dalam penelitian ini adalah bagaimana model pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan?. Untuk menjawab permasalahan utama dalam penelitian ini, dikembangkan beberapa pertanyaan permasalahan (*riset questions*), antara lain: Apakah variabel-variabel makroekonomi (inflasi, kurs, tingkat bunga, dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh terhadap risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan?. Apakah risiko sistematis berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan?. Apakah variabel-variabel kebijakan perusahaan (*leverage* keuangan, insentif manajer, dan *capital expenditure*) berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan?. Serta apakah kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan permasalahan utama dan pertanyaan permasalahan dibuatlah model berjenjang untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap nilai perusahaan.

Teori dasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori agensi (*agency theory*) dan teori struktur modal (*capital structure theory*), disamping itu juga teori ekonomi dan teori investasi sebagai pendukung. Teori agensi menegaskan bahwa struktur keuangan dipengaruhi oleh insentif dan perilaku pembuat keputusan (Jensen dan Meckling, 1976). Perbedaan kepentingan ekonomis antara pemegang saham (*Stakeholders*) dan manajemen menyebabkan timbulnya kesenjangan informasi (*asymetri information*), sehingga menimbulkan konflik diantara mereka. Disebagian besar perusahaan-perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia konflik terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Hal ini disebabkan karena sebagian besar saham perusahaan dimiliki oleh pihak insider (mayoritas), sedangkan sebagian kecil lainnya dimiliki oleh publik (minoritas).

Teori struktur modal dipublikasikan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958 (Modigliani-Miller Model 1) dan tahun 1963 (Modigliani-Miller Model 2). Pada Modigliani-Miller Model 1 (1958), dalam situasi tanpa pajak keputusan pendanaan tidak relevan, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal, sehingga WACC tidak berubah. Sedangkan pada Modigliani-Miller model 2 (1963), adanya pajak perseroan keputusan pendanaan menjadi relevan, nilai perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal, dimana nilai perusahaan yang menggunakan hutang

lebih tinggi dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Hal ini disebabkan karena biaya ekuitas dari *leverage firm* dalam situasi ada pajak perseroan pertambahannya lebih lamban daripada bila situasinya tanpa pajak perseroan. Pemegang saham memperoleh kompensasi untuk risiko keuangan yang lebih kecil dalam situasi ada pajak perseroan. Penghematan dari penggunaan hutang lebih besar daripada peningkatan biaya ekuitas, sehingga menghasilkan WACC yang makin kecil dengan bertambahnya hutang. Jadi, perusahaan yang menggunakan hutang akan mendapatkan penghematan biaya, khususnya dari pembayaran pajak perseroan. Penghematan pajak ini akan menambah aliran kas (*cash flow*) perusahaan, sehingga nilai perusahaan yang menggunakan utang lebih tinggi dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Penelitian ini dikelompokkan menjadi dua model empiris penelitian. Model empiris *pertama*, merupakan model berjenjang dari faktor fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi; risiko sistematis; dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Model empiris *kedua*, juga merupakan model berjenjang dari kebijakan perusahaan; insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan; dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Konsep yang digunakan untuk mengukur faktor fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi adalah konsep sensitivitas dari faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) terhadap masing-masing perusahaan. Konsep yang digunakan untuk mengukur risiko sistematis adalah *beta* saham masing-masing perusahaan. Konsep yang digunakan untuk mengukur kebijakan perusahaan adalah insentif manajer (*stock bonus*), *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan. Sedangkan konsep yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan adalah *ROA*, dan konsep yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah *Tobin's Q*.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2004 sampai 2006. Sampel dipilih berdasarkan kriteria-kriteria berikut. *Pertama*, perusahaan yang selalu *listed* dan sahamnya selalu diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2004 sampai 2006. *Kedua*, perusahaan yang secara rutin menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama tahun 2004 sampai dengan 2006. *Ketiga*, perusahaan yang selalu dan secara konsisten tidak masuk dalam *black list* Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. *Keempat*, perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. Data diperoleh dari publikasi laporan keuangan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2005 dan 2006., dan Statistik Bank Indonesia serta Biro Pusat Statistik.

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda dan analisis jalur (*path analysis*), baik untuk model empiris 1 maupun model empiris 2. Pada model empiris 1, regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), risiko sistematis, dan kinerja perusahaan terhadap nilai

perusahaan. Sedangkan pada model empiris 2, regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh kebijakan perusahaan; insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan; dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Analisis jalur (*path analysis*) digunakan untuk menguji pengaruh berjenjang dan menguji mediasi dari risiko sistematis dan kinerja perusahaan, baik dalam model empiris 1 maupun model empiris 2.

Hasil penelitian menunjukkan *Pertama*, bahwa indikator-indikator fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) secara signifikan berpengaruh terhadap risiko sistematis. Akan tetapi pengaruh tersebut, tidak semuanya sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori ekonomi, dan hanya tingkat bunga yang pengaruhnya sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori ekonomi. *Kedua*, bahwa dari semua indikator-indikator fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), hanya tingkat bunga dan kurs yang secara signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Risiko sistematis berpengaruh signifikan negative terhadap kinerja perusahaan. *Ketiga*, bahwa indikator-indikator fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Risiko sistematis juga tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga hasil ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya. *Keempat*, kebijakan perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan adalah kebijakan pendistribusian laba dan kebijakan pendanaan. Sedangkan kebijakan investasi berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Bonus saham sebagai implementasi dari kebijakan pendistribusian laba ternyata terbukti berpengaruh positif signifikan dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. *Kelima*, kebijakan perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan adalah kebijakan pendanaan, yaitu penggunaan hutang. Sedangkan kebijakan pendistribusian laba dan kebijakan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. *Keenam*, risiko sistematis merupakan variable *intervening* atau mediasi yang memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi (tingkat bunga) terhadap kinerja perusahaan. *Ketujuh*, kinerja perusahaan merupakan variable *intervening* atau mediasi yang memediasi pengaruh risiko sistematis dengan nilai perusahaan. *Kedelapan*, kinerja perusahaan merupakan variable *intervening* atau mediasi yang memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi, khususnya kurs dengan nilai perusahaan. *Kesembilan*, kinerja perusahaan merupakan variable *intervening* atau mediasi yang memediasi pengaruh kebijakan perusahaan, khususnya insentif manajer dengan nilai perusahaan. *Kesepuluh*, pada model empirik 1 ada pengaruh berjenjang terhadap nilai perusahaan, yaitu faktor fundamental makroekonomi, khususnya tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kurs berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh

signifikan terhadap nilai perusahaan. *Kesebelas*, pada model empirik 2 ada pengaruh berjenjang terhadap nilai perusahaan, yaitu kebijakan perusahaan, khususnya insentif manajer berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. *Keduabelas*, pada model empiris 2 disamping pengaruh berjenjang atau pengaruh tidak langsung, maka *leverage* keuangan juga berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. *Ketiga belas*, kinerja perusahaan berperan sebagai variabel mediasi yang menentukan pengaruh faktor fundamental makroekonomi khususnya kurs, dan risiko sistematis terhadap nilai perusahaan, serta kebijakan perusahaan, khususnya insentif manajer terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan sumbangan bagi pengembangan ilmu keuangan, *agency theory* dan *capital structure theory*. Sumbangan terhadap *agency theory*, penelitian ini menemukan bahwa *stock bonus* sebagai insentif yang diberikan kepada manajer berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Pengaruh *stock bonus* sebagai insentif manajer terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh kinerja perusahaan. Oleh karena itu, sesuai *signaling theory*, maka *stock bonus* sebagai insentif manajer merupakan *signal* tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Sedangkan terhadap *capital structure theory*, penelitian ini dari unsur *leverage* mendukung *trade-off theory*, dimana penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Demikian juga terhadap kinerja perusahaan, hasil penelitian ini juga mendukung *trade-off theory*, karena penggunaan hutang tidak menghasilkan *rate of return* yang lebih besar dari biaya bunganya, sehingga penggunaan hutang berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

SUMMARY

This study tries to test the effects of macroeconomic fundamental factors (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth), systematic risks, and firm policy (manager incentive, financial leverage, and capital expenditure), and firm performance on firm value. This research places systematic risk as intervening variables that mediates the relation between macroeconomic fundamental factors (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth), toward firm performance and firm value. This research also places firm performance as intervening variables that mediates the relation between firm policy (manager incentive, capital expenditure, and, financial leverage) toward firm value.

The major problem of this research is; how are the effect models of macroeconomic fundamental factors, systematic risks, firm policy, and firm performance on firm value? To answer it, it is developed some research problems, such as; Do macroeconomic fundamental factors (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth) have effect on systematic risks, firm performance and firm value? Do systematic risks have effect on firm performance and firm value? Do firm policy variables (financial leverage, manager incentive, and capital expenditure) have effect on firm performance and firm value? And does firm performance have effect on firm value? On the basis of the major problems and research questions, it is made the gradual model to recognize the effect of the variables above on firm value.

The basic theories applied in this research were agency theory and capital structure theory. Besides, the economics theory and investment theory were also applied as the supportive theories. Agency theory emphasizes that financial structure is influenced by incentive and the actions of decision makers (Jensen and Meckling, 1976). The main principle of agency theory is the presence of working relation between the party providing authority (principal), namely investor, and the party receiving authority (agent), that is manager, in the form of a cooperation called “nexus of contract”. Agency theory assumes that all individuals act based on their interests. Shareholders as principals are assumed to be interested only in the increasing financial return or their investments in companies. In addition, agents are assumed to get satisfaction in the form of financial compensation and requirements along with the relation. This economic interest differences cause the emergence of asymmetric information between shareholders and managements so that it causes conflict among them.

Capital structure theory was publicized by Modigliani and Miller in 1958 (Modigliani-Miller Model 1) and in 1963 (Modigliani-Miller Model 2). In Modigliani-Miller Model 1 (1958), in a situation with no taxes, the funding decision is not relevant and firm value is not affected by capital structure so that WACC does not change. On the other hand, in Modigliani-Miller Model 2 (1963), by the presence of the corporate tax, the funding decision becomes relevant, and firm value is affected by capital structure in which firm value using debt is higher than firm value with no

debt. Equity cost of leverage firm in a situation with corporate tax, the increasing is slower than in a situation without corporate tax. Stockholders get compensation for smaller financial risk in a situation with corporate tax. The efficiency of using bigger debt is higher than equity cost increase so that it results smaller WACC along with the increasing debt.

This research is grouped into two research empiric models. The first empiric model is the gradual model of macroeconomics fundamental factors (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth), systematic risk, and firm performance to firm value. The second empiric model is also the gradual model of firm policy (manager incentive, capital expenditure, and financial leverage) and firm performance to firm value. The concept used to measure macroeconomics fundamental factors (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth) is sensitivity concept of macroeconomic fundamental factors (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth) of each firm. The concept used to measure systematic risk is the stock beta of each firm. The concept used to measure firm policy is manager incentive (stock bonus), capital expenditure, and financial leverage. And the concept used to measure firm performance is ROA. The concept used to measure firm value is Tobin's Q.

The research sample is the companies of manufacture listed in Indonesian Stock Exchange from the period of 2004 to 2006. The sample was chosen based on the following criteria; first, the companies were always listed and their stocks were always traded in Indonesian Stock Exchange from 2004 to 2006. Second, the companies periodically presented and publicized the financial statement in a sequence from 2004 to 2006. Third, the companies were always and consistently out of the black list of Indonesian Stock Exchange during the research period. Forth, the companies' stocks were actively traded in the research period. The data was obtained from the publication of financial statement issued by Indonesian Stock Exchange in Indonesian Capital Market Directory (ICMD) in 2005 and 2006, and the statistic of Bank of Indonesia, and the Center Bureau of Statistics.

The analysis technique used in this research was multiple regression analysis and path analysis, for both empiric model 1 and empiric model 2. In empiric model 1, multiple regressions were used to test the effects of macroeconomic fundamental factors (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth), systematic risk, and firm performance to firm value. In empiric model 2, multiple regressions were used to test the effects of firm policy (manager incentive, capital expenditure, and financial leverage) and firm performance to firm value. Path analysis was used to test the effects of gradual effects and to test the mediation of systematic risk and firm performance, in both empiric model 1 and empiric model 2.

The research results show; first, the macroeconomics fundamental indicators (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth) significantly have effect on systematic risk. However, the effects were not entirely in line with the previous assumptions and the arguments of economics theory. Second, from all the macroeconomics fundamental indicators (inflation, interest rate, exchange rate, and

economic growth), it was only the interest rate and exchange rate having the significant effect on firm performance, whereas systematic risks have negative significant effect on firm performance. Third, the macroeconomics fundamental indicators (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth) have no significant effects on firm value. Systematic risks also do not have significant effect on firm value, so that this result was not in line with the previous assumptions. On the other hand, firm performance has positive significant effect on corporate value, and this result was in line with the previous assumptions. Forth, firm policy having significant effect on firm performance was the policy of profit distribution and funding policy. Investment policy has negative effect, but it is not significant on firm performance. Stock bonus as the implementation of profit distribution policy, in fact, has positive significant effect on firm performance. Fifth, the firm policy affecting significantly on firm value is funding policy, which is the use of debt. In addition, profit distribution policy and investment policy have no significant effect on firm value. Sixth, systematic risks are intervening variables or the mediation that mediates the relation among macroeconomics fundamental factors (inflation, interest rate, exchange rate, and economic growth) that affect firm performance. Seventh, firm performance is intervening variable or mediation that mediates the effect of systematic risks on firm value. Eighth, firm performance is intervening variable or mediation that mediates the effects of macroeconomics fundamental factors, particularly the exchange rate on firm value. Ninth, firm performance is intervening variable or mediation that mediates the effect of firm policy, particularly manager incentive on firm value. Tenth, in the empiric model 1, there is gradual effect on firm value, that is, macroeconomic fundamental factor, particularly interest rate have significant effect on systematic risks, systematic risks have significant effect on firm performance, and firm performance has the effect on firm value. Exchange rate have significant effect on firm performance, and firm performance has the effect on firm value. Eleventh, in the empiric model 2, there is gradual effect on firm value, that is, firm policy, particularly manager incentive having significant effect on firm performance, and firm performance has significant effect on firm value. Twelfth, in the empiric model 2, financial leverage has gradual or indirect effect, so financial leverage have direct effect on firm value. Thirteenth, firm performance has the role as mediation variable determining the gradual effect of macroeconomics fundamental factor, particularly exchange rate, and systematic risks, and firm policy, particularly manager incentive on firm value.

The research results give contribution to the development of finance science, agency theory, and capital structure theory. The contribution to agency theory is that this research has found that stock bonus as the incentive given to manager has indirect effect on firm value. The effect of stock bonus as manager incentive on firm value is mediated by firm performance. Therefore, based on signaling theory, stock bonus as manager incentive is direct signal to firm performance, and indirect signal to firm value. Whereas, based on capital structure theory, this research, from leverage element, supports trade-off theory in which the use of debt increases firm

value. For firm performance, this research result supports trade-off theory also, because the use of debt rate of return does not resulting more than cost of debt, and the use of debt having the negative effect on firm performance.

DAFTAR ISI

| | Halaman |
|---|---------------|
| LEMBAR IDENTITAS DAN PERSETUJUAN | ii |
| MOTTO | iii |
| PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI | iv |
| KATA PENGANTAR | v |
| ABSTRAK | ix |
| <i>ABSTRACT</i> | x |
| INTISARI | xi |
| <i>SUMMARY</i> | xv |
| DAFTAR ISI | xix |
| DAFTAR TABEL | xxv |
| DAFTAR GAMBAR | xxvii |
| BAB I PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1 Latar Belakang Masalah | 1 |
| 1.1.1 Kondisi Empirik Indikator Ekonomi Indonesia | 18 |
| 1.1.2 Kondisi Empirik Industri Manufaktur di Indonesia ... | 23 |
| 1.1.3 <i>Research Gap</i> | 39 |
| 1.2 Permasalahan Penelitian | 63 |
| 1.3 Tujuan Penelitian | 64 |
| 1.4 Manfaat Penelitian | 65 |
| 1.5 Orisinilitas Penelitian | 67 |
| BAB II TELAAH PUSTAKA, PROPOSISI, PENGEMBANGAN MODEL TEORITIKAL DASAR DAN EMPIRIK | 71 |
| 2.1 Teori Struktur Modal (<i>Capital Structure Theory</i>) dan Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>) | 71 |

| | |
|--|-----|
| 2.2 Faktor Fundamental | 80 |
| 2.2.1 Faktor Fundamental Makro | 82 |
| 2.2.2 Faktor Fundamental Mikro | 89 |
| 2.2.2.1 Kebijakan Perusahaan | 90 |
| 2.2.2.2 Kinerja Perusahaan | 95 |
| 2.3 Nilai Perusahaan | 97 |
| 2.4 Proposisi dan Pengembangan Model Teoritikal Dasar Peneli- tian | 102 |
| 2.4.1 Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sisrematis, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 102 |
| 2.4.1.1 Faktor Fundamental Makroekonomi | 102 |
| (1) Inflasi | 108 |
| (2) Tingkat Bunga | 110 |
| (3) Kurs | 112 |
| (4) Pertumbuhan Ekonomi | 114 |
| 2.4.1.2 Resiko Sistematis | 118 |
| 2.4.1.3 Kinerja Perusahaan | 119 |
| 2.4.1.4 Nilai Perusahaan | 122 |
| Proposisi Satu | 126 |
| 2.4.2 Kebijakan Perusahaan, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 127 |
| 2.4.2.1 Kebijakan Perusahaan | 129 |
| (1) <i>Leverage</i> Keuangan | 141 |
| (2) <i>Capital Expenditure</i> | 150 |
| (3) Insentif Manajer | 153 |
| 2.4.2.2 Kinerja Perusahaan | 160 |
| 2.4.2.3. Nilai Perusahaan | 162 |
| Proposisi Dua | 164 |

| | |
|--|-----|
| 2.4.3 Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis Kebijakan Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 166 |
| 2.4.3.1 Faktor Fundamental Makroekonomi | 166 |
| 2.4.3.2 Risiko Sistematis | 168 |
| 2.4.3.3 Kebijakan Perusahaan | 169 |
| 2.4.3.4 Nilai Perusahaan | 170 |
| Proposisi Tiga | 171 |
| 2.4.4 Faktor Fundamental Makroekonomi, Faktor Fundamental perusahaan , Faktor Teknikal dan Nilai Perusahaan. | 173 |
| 2.4.4.1 Faktor Fundamental Makroekonomi | 173 |
| 2.4.4.2 Faktor Fundamental Perusahaan | 174 |
| 2.4.4.3 Faktor Teknikal | 174 |
| 2.4.4.4 Nilai Perusahaan | 177 |
| Proposisi 4 | 178 |
| Model Teoritikal Dasar Penelitian | 179 |
| 2.5 Pengembangan Hipotesis dan Model Empirik | 185 |
| 2.5.1 Pengembangan Hipotesis | 185 |
| 2.5.1.1 Pengaruh Inflasi, Tingkat Bunga, Kurs, dan Pertumbuhan Terhadap Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 186 |
| (1) Inflasi, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 189 |
| (2) Tingkat Bunga, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 193 |
| (3) Kurs, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan..... | 196 |
| (4) Pertumbuhan Ekonomi, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan dan Kinerja Perusahaan | 200 |
| Model Empirik Penelitian Satu | 207 |

| | |
|---|------------|
| 2.5.1.2 Pengaruh Insentif Manajer, <i>Capital Expenditure</i> , dan <i>Leverage</i> Keuangan Terhadap Kinerja Perusa- haan dan Nilai Perusahaan | 208 |
| (1) <i>Leverage</i> Keuangan, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 210 |
| (2) <i>Capital Expenditure</i> , Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 215 |
| (3) Insentif Manajer, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 217 |
| (4) Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan | 220 |
| Model Empirik Penelitian Dua | 221 |
| BAB III METODE PENELITIAN | 223 |
| 3.1 Obyek Penelitian | 223 |
| 3.2 Jenis dan Sumber Data | 224 |
| 3.3 Populasi dan Sampel | 224 |
| 3.4 Definisi Konsep Variabel Penelitian | 226 |
| 3.4.1 Nilai Perusahaan | 226 |
| 3.4.2 Faktor Fundamental Makroekonomi | 227 |
| 3.4.3 Faktor Fundamental Mikro | 233 |
| 3.4.3.1 Kebijakan Perusahaan | 234 |
| 3.4.3.2 Kinerja Perusahaan | 236 |
| 3.5 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel | 237 |
| 3.5.1 Definisi Operasional | 237 |
| 3.5.2 Pengukuran Variabel | 240 |
| 3.6 Teknis Analisis | 243 |
| 3.6.1 Teknik Analisis pada Pengujian Model Empirik Satu | 244 |
| 3.6.2 Teknik Analisis pada Pengujian Model Empirik Dua | 247 |
| 3.6.3 Analisis Jalur | 248 |

| | |
|---|------------|
| 3.7 Pengujian Asumsi Klasik | 250 |
| 3.8 Pengujian Model dan Pengujian Hipotesis | 254 |
| 3.8.1 Pengujian Model | 254 |
| 3.8.2 Pengujian Hipotesis | 254 |
| BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN | 257 |
| 4.1 Hasil Penelitian | 257 |
| 4.1.1 Deskripsi Variabel-variabel Penelitian Model Empiris 1 | 257 |
| 4.1.2 Deskripsi Variabel-variabel Penelitian Model Empiris 2 | 266 |
| 4.1.3 Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model | 272 |
| 4.1.4 Pengujian Regresi | 317 |
| 4.1.5 Pengujian Hipotesis | 333 |
| 4.1.6 Pengujian Mediasi | 359 |
| 4.2 Pembahasan | 382 |
| 4.2.1 Pembahasan Model Empiris 1 | 383 |
| 4.2.1.1 Pembahasan Model Persamaan 1-1 | 383 |
| 4.2.1.2 Pembahasan Model Persamaan 1-2 | 388 |
| 4.2.1.3 Pembahasan Model Persamaan 1-3 | 393 |
| 4.2.2 Pembahasan Model Empiris 2 | 400 |
| 4.2.2.1 Pembahasan Model Persamaan 2-1 | 400 |
| 4.2.2.2 Pembahasan Model Persamaan 2-2 | 404 |
| 4.2.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis | 408 |
| 4.2.3.1 Pembahasan Pengujian Hipotesis Model Empiris 1 | 409 |
| 4.2.3.2 Pembahasan Pengujian Hipotesis Model Empiris 2 | 431 |
| 4.2.4 Pembahasan Hasil Pengujian Mediasi | 443 |
| 4.2.4.1 Pembahasan Hasil Pengujian Mediasi Model Empirik 1 | 443 |
| 4.2.4.2 Pembahasan Hasil Pengujian Mediasi Model Empirik 2 | 452 |
| 4.2.5 Ringkasan Hasil Temuan | 456 |
| 4.2.6 Implikasi Teoritis | 475 |

| | |
|---|------------|
| 4.2.7 Implikasi Manajerial | 491 |
| 4.2.7.1 Inflasi | 492 |
| 4.2.7.2 Tingkat Bunga | 492 |
| 4.2.7.3 Kurs | 493 |
| 4.2.7.4 Pertumbuhan Ekonomi | 494 |
| 4.2.7.5 Risiko Sistematis | 494 |
| 4.2.7.6 Insentif Manajer | 495 |
| 4.2.7.7 <i>Capital Expenditure</i> | 496 |
| 4.2.7.8 Leverage Keuangan | 496 |
| 4.2.7.9 Kinerja Perusahaan | 497 |
| BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI..... | 503 |
| 5.1 Kesimpulan Umum | 503 |
| 5.1.1 Temuan pada Model Empirik 1 | 503 |
| 5.1.2 Temuan pada Model Empirik 2 | 505 |
| 5.2 Kesimpulan Terhadap Permasalahan Penelitian | 506 |
| 5.2.1 Kesimpulan Terhadap Permasalahan Pada Model Empirik 1 | 506 |
| 5.2.2 Kesimpulan Terhadap Permasalahan Pada Model Empirik 2 | 509 |
| 5.2.3 Kesimpulan Terhadap Peran Risiko Sistematis dan Kinerja Perusahaan | 511 |
| 5.3 Implikasi Teoritik | 513 |
| 5.4 Implikasi Manajerial | 516 |
| 5.5 Keterbatasan Penelitian | 520 |
| 5.6 Agenda Penelitian Mendatang | 522 |
| DAFTAR PUSTAKA | 525 |
| LAMPIRAN-LAMPIRAN | 549 |

DAFTAR TABEL

| | Halaman |
|--|----------------|
| Tabel 1-1: Perkembangan Indikator Ekonomi Indonesia | 23 |
| Tabel 1-2: <i>Research Gap</i> Penelitian Terdahulu | 39 |
| Tabel 3-1: Prosedur Pemilihan Sampel | 226 |
| Tabel 3-2: Pengukuran Variabel Penelitian | 241 |
| Tabel 4-1: Statistik Deskriptif Persamaan 1-1 | 261 |
| Tabel 4-2: Statistik Deskriptif Persamaan 1-2 | 264 |
| Tabel 4-3: Statistik Deskriptif Persamaan 1-3 | 265 |
| Tabel 4-4: Statistik Deskriptif Persamaan 2-1 | 268 |
| Tabel 4-5: Statistik Deskriptif Persamaan 2-2 | 271 |
| Tabel 4-6: Hasil Pengujian <i>Normalitas Error</i> Model 1 Persamaan 1-1 | 277 |
| Tabel 4-7: Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 1 Persamaan 1-1 . | 280 |
| Tabel 4-8: Hasil Perhitungan <i>R-square</i> dan Signifikansi F Persamaan 1-1 | 284 |
| Tabel 4-9: Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 1 Persamaan 1-2 . | 286 |
| Tabel 4-10: Hasil Perhitungan <i>R-square</i> dan Signifikansi F Persamaan 1-2 | 291 |
| Tabel 4-11: Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 1 Persamaan 1-3. | 293 |
| Tabel 4-12: Hasil Perhitungan <i>R-square</i> dan Signifikansi F Persamaan 1-3 | 298 |
| Tabel 4-13: Hasil Pengujian <i>Normalitas Error</i> Model 2 Persamaan 2-1 | 300 |

| | |
|--|-----|
| Tabel 4-14: Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 2 Persamaan 2-1.. | 303 |
| Tabel 4-15: Hasil Perhitungan <i>R-square</i> dan Signifikansi F Persamaan 2-1 | 307 |
| Tabel 4-16: Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 2 Persamaan 2-2.. | 309 |
| Tabel 4-17: Hasil Perhitungan <i>R-square</i> dan Signifikansi F Persamaan 2-2 | 314 |
| Tabel 4-18: Ringkasan Hasil Pengujian Model Empiris 1 | 315 |
| Tabel 4-19: Ringkasan Hasil Pengujian Model Empiris 2 | 316 |
| Tabel 4-20: Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 1 Persamaan 1-1 | 319 |
| Tabel 4-21: Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 1 Persamaan 1-2 | 322 |
| Tabel 4-22: Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 1 Persamaan 1-3 | 325 |
| Tabel 4-23: Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 2 Persamaan 2-1 | 328 |
| Tabel 4-24: Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 2 Persamaan 2-2 | 331 |
| Tabel 4-25: Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis | 357 |
| Tabel 4-26: Interpretasi Analisis Jalur Model Empiris 1 | 364 |
| Tabel 4-27: Interpretasi Analisis Jalur Model Empiris 2 | 378 |
| Tabel 4-28: Ringkasan Hasil Penelitian | 468 |
| Tabel 4-29: Kebijakan Manjerial | 501 |

DAFTAR GAMBAR

| | Halaman |
|---|----------------|
| Gambar 2-1: Model <i>Principal-Agent</i> | 75 |
| Gambar 2-2: Model Hubungan <i>Principal-Agent</i> | 76 |
| Gambar 2-3: Komponen Nilai Perusahaan | 101 |
| Gambar 2-4: Proposisi 1 | 127 |
| Gambar 2-5: Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Nilai Perusahaan | 146 |
| Gambar 2-6: Proposisi 2 | 165 |
| Gambar 2-7: Proposisi 3 | 172 |
| Gambar 2-8: Proposisi 4 | 179 |
| Gambar 2-9: Model Teoritikal Dasar Penelitian | 181 |
| Gambar 2-10: Model Teoritikal Dasar Penelitian (Penjabaran 1) | 182 |
| Gambar 2-11: Model Teoritikal Dasar Penelitian (Penjabaran 2) | 183 |
| Gambar 2-12: Model Empirik Penelitian 1 | 208 |
| Gambar 2-13: Model Empirik Penelitian 2 | 222 |
| Gambar 3-1: Posisi Nilai Durbin Watson | 252 |
| Gambar 4-1: Histogram Persamaan 1-1 | 278 |
| Gambar 4-2: Normal Probability Plot Persamaan 1-1 | 279 |
| Gambar 4-3: Posisi Nilai <i>Durbin-Watson</i> Model 1 Persamaan 1-1 | 283 |
| Gambar 4-4: Posisi Nilai <i>Durbin-Watson</i> Model 1 Persamaan 1-2 | 289 |

| | |
|--|-----|
| Gambar 4-5: Posisi Nilai <i>Durbin-Watson</i> Model 1 Persamaan 1-3 | 296 |
| Gambar 4-6: Histogram Persamaan 2-1 | 301 |
| Gambar 4-7: Normal Probability Plot Persamaan 2-1 | 302 |
| Gambar 4-8: Posisi Nilai <i>Durbin-Watson</i> Model 2 Persamaan 2-1 | 306 |
| Gambar 4-9: Posisi Nilai <i>Durbin-Watson</i> Model 2 Persamaan 2-2 | 312 |
| Gambar 4-10: Analisis Jalur Model Empiris 1 | 362 |
| Gambar 4-11: Analisis Jalur Model Empiris 2 | 378 |
| Gambar 4-12: Pengaruh Berjenjang Tingkat Bunga, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan, dan Nilai Perusahaan | 485 |
| Gambar 4-13: Pengaruh Berjenjang Kurs, Kinerja Perusahaan, dan Nilai Perusahaan | 487 |
| Gambar 4-14: Pengaruh Berjenjang Insentif Manajer, Kinerja Perusaha- an, dan Nilai Perusahaan | 489 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan tidak hanya ditentukan oleh faktor internal perusahaan, tetapi juga oleh faktor eksternal perusahaan. Faktor internal perusahaan dan faktor eksternal perusahaan merupakan faktor fundamental yang sering dipakai sebagai dasar oleh para investor di pasar modal untuk mengambil keputusan investasinya. Di samping faktor fundamental, maka faktor teknikal juga merupakan faktor penting yang dapat mempengaruhi harga saham. Faktor ini lebih bersifat teknis dan psikologis, seperti; volume perdagangan saham, nilai transaksi perdagangan saham, dan kecenderungan naik turunnya harga saham.

Studi ini mengasumsikan bahwa para pemodal adalah rasional, sehingga aspek fundamental menjadi dasar penilaian (*basic valuation*) yang utama. Hal ini dikarenakan bahwa nilai saham mencerminkan nilai perusahaan, tidak hanya nilai intrinsik suatu saat, tetapi juga yang lebih penting adalah harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai kekayaan di masa depan. Faktor fundamental sangat kompleks dan luas cakupannya, meliputi tidak hanya faktor fundamental makro yang berada diluar kendali perusahaan, tetapi juga faktor fundamental mikro yang berada dalam kendali perusahaan (Syahib, 2000).

Faktor fundamental makro dalam istilah analisis pasar modal disebut dengan faktor fundamental negara, faktor ini bersifat *uncontrollable* sehingga tidak dapat dikendalikan perusahaan. Faktor fundamental makro meliputi faktor-faktor: (1) ekonomi, (2) sosial, budaya, demografi dan lingkungan, (3) kekuasaan politik, pemerintahan, dan hukum, (4) teknologi, dan (5) persaingan (David, 2003). Meskipun demikian, penelitian ini hanya membatasi pada faktor fundamental makroekonomi dengan indikator inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, karena faktor ekonomi merupakan faktor yang paling banyak mendapatkan perhatian dari para pelaku pasar modal. Inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi memiliki kecenderungan untuk mempengaruhi pasar modal baik secara langsung maupun tidak langsung. Dimana perubahan-perubahan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi akan direspon langsung oleh pasar modal, sehingga faktor-faktor tersebut sangat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko pasar atau risiko sistematis.

Faktor fundamental mikro dalam analisis pasar modal sering disebut dengan faktor fundamental perusahaan, faktor ini bersifat *controllable* sehingga dapat dikendalikan perusahaan. Faktor fundamental mikro dapat dikelompokkan dalam faktor kebijakan perusahaan dan faktor kinerja perusahaan. Faktor kebijakan perusahaan dalam penelitian ini ditekankan pada kebijakan manajemen keuangan, yang meliputi kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen (Weston dan Copeland, 1992). Kebijakan pendanaan diproksi dengan *leverage*

keuangan, kebijakan investasi diproksi dengan *capital expenditure* dan kebijakan dividen diproksi dengan insentif manajer. Sedangkan faktor kinerja perusahaan ditekankan pada aspek *financial performance* yang diproksi dengan *ROA*.

Menurut Fuller dan Farrell (1987), faktor fundamental mikro yang menentukan harga saham adalah keuntungan-keuntungan perusahaan yang diharapkan dimasa depan dan dividen. Keuntungan-keuntungan tersebut antara lain *ROA*, *ROE*, *Residual Income*, dan *EVA* yang tidak lain adalah merupakan *financial performance* dari kinerja perusahaan. Seperti dijelaskan di atas, bahwa penelitian ini menggunakan *ROA* sebagai indikator kinerja perusahaan, karena variabel ini dalam beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan pengukuran kinerja yang lebih baik (Dodd and Chen, 1996), dan *ROA* lebih merepresentasikan kepentingan *stakeholders*.

Investasi saham di pasar modal yang *Go Public* tergolong investasi yang berisiko tinggi, karena sifat komoditinya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi di sektor makro, termasuk perubahan-perubahan makroekonomi di luar negeri maupun perubahan-perubahan yang terjadi di dalam industri dan perusahaan itu sendiri. Perubahan-perubahan tersebut dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan harga saham perusahaan-perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di bursa.

Krisis ekonomi yang ditandai dengan meningkatnya inflasi, suku bunga umum, kurs, dan menurunnya pertumbuhan ekonomi membuat kegiatan investasi menurun. Kondisi ini secara langsung akan mempengaruhi perilaku pemodal dalam

melakukan keputusan investasi di pasar modal. Hal ini menjadi tantangan dan tugas berat manajer untuk mempertahankan perusahaan agar tetap eksis melalui kebijakan-kebijakan yang dapat mempertahankan atau bahkan meningkatkan kinerja perusahaan dan harga pasar saham perusahaan di pasar modal, sehingga nilai perusahaan meningkat.

Berbagai riset manajemen keuangan telah banyak dilakukan dan menyumbang teori keuangan yang bermanfaat bagi dunia ilmu pengetahuan dan kebijakan manajemen, seperti teori struktur modal (Modigliani dan Miller, 1958 dan 1963) dan teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976). Teori-teori tersebut dibangun dari suatu hasil riset empirik yang telah dilakukan untuk menjawab fenomena yang terjadi dan berkembang didalam kegiatan bisnis. Perusahaan sebagai obyek kegiatan bisnis yang menjadi basis persoalan-persoalan yang timbul didalam kegiatan bisnis, memegang peranan sebagai basis obyek riset empirik untuk menghasilkan teori-teori yang kemudian dijadikan sebagai dasar dari para pelaku bisnis didalam mengambil keputusan untuk bisnis mereka. Oleh karena itu, aktivitas-aktivitas didalam perusahaan yang merupakan implementasi dari kebijakan-kebijakan perusahaan (manajemen) memegang peranan penting dalam kehidupan perusahaan. Arah dari kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut pada umumnya adalah ditujukan untuk pengembangan perusahaan melalui peningkatkan kinerja perusahaan maupun nilai perusahaan.

Perusahaan sebagai suatu organisasi akan melibatkan banyak pihak yang berkepentingan baik secara langsung maupun tidak langsung. Para pemilik (*stockholders*) dan manajer adalah pihak yang secara langsung berkepentingan dan bertanggung jawab terhadap kemajuan dan perkembangan perusahaan. Para pemilik menginginkan kesejahteraan melalui *cash dividend* yang diterimanya, karena dividen dapat dipakai sebagai *signal* positif kepada investor potensial. Dividen hanya akan diperoleh jika manajer di dalam mengelola perusahaan efisien sehingga menghasilkan laba tinggi yang dapat ditunjukkan dengan besarnya *ROA* yang dihasilkan. Sedangkan manajer sebagai pihak luar dipercaya oleh pemilik untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Namun dalam perjalanannya seringkali manajer bertindak membahayakan kepentingan pemilik, seperti dalam menentukan kebijakan utang manajer sering tidak terkendali, sehingga sering menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik dan manajer, konflik kepentingan ini dikupas dalam teori *agency* (*agency theory*) seperti yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976).

Agency Theory sejak di kemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), telah banyak mengalami perkembangan. Teori ini telah mampu menjelaskan persoalan-persoalan yang timbul dalam perusahaan berkenaan dengan pemisahan kepemilikan, pengawasan, dan pengelolaan di dalam perusahaan sehingga menimbulkan perjanjian kontrak antara manajer dan pemilik. Efek dari pemisahan kepemilikan dan pengelolaan ini sebenarnya telah menjadi subyek perdebatan sejak studi ini dikemukakan oleh Berle dan Means (1932).

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan (*agency relationship*) sebagai kontrak yang dilakukan oleh satu orang atau lebih sebagai pemilik (*the principals*) mengajak atau mengikut sertakan orang lain (*the agent*) untuk melakukan beberapa pelayanan pada kepentingan mereka yang meliputi otoritas pendelegasian beberapa pengambilan keputusan kepada agen. Hubungan ini timbul sebagai akibat dari upaya para pemilik atau pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui pemberian amanat kepada manajer sebagai pihak diluar pemilik.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), pemberian amanat ini dapat dipandang sebagai pemisahan fungsi ***decision making*** dan ***risk beating***. Para pemilik modal selaku pemegang saham yang menyediakan dana mempunyai kepentingan untuk mengamankan dana yang diinvestasikan. Sedangkan pihak manajer sebagai pengelola berhak untuk mendapatkan gaji, bonus, insentif atau kompensasi lain karena telah menjalankan amanat yang telah diberikan untuk mengelola dana mereka. Untuk mengejar gaji, bonus, insentif atau kompensasi lain yang tinggi, manajer akan bekerja maksimal dengan menentukan kebijakan-kebijakan yang dapat menguntungkan dirinya supaya dinilai berhasil dengan mengabaikan kepentingan pemilik. Penggunaan utang mungkin menjadi tidak terkendali, meskipun penggunaan utang ini akan meningkatkan risiko dan tidak disukai pemilik, karena penggunaan utang akan meningkatkan biaya tetap. Namun demikian, manajer menggunakan ini sebagai alternative pembiayaan yang utama untuk mengejar keinginannya.

Manajer sebagai pemegang amanat dari para pemilik modal sudah seharusnya di dalam mengambil tindakan dan kebijakan-kebijakan harus merupakan tindakan dan kebijakan-kebijakan yang terbaik bagi pemilik modal. Artinya tindakan dan kebijakan-kebijakan yang diambil harus sesuai dengan keinginan para pemilik modal, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham. Namun demikian, kadang-kadang manajer sebagai pihak *insider* sering bertindak bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, akan tetapi justru untuk kepentingan diri sendiri, sehingga hal ini akan menimbulkan konflik antara manajer dan pemilik (Jensen & Meckling, 1976). Tindakan demikian tidak disukai oleh para pemilik modal, karena biaya-biaya yang ditimbulkan akibat dari kebijakannya akan dibebankan ke perusahaan, sehingga dapat menurunkan dividen yang berarti merugikan para pemilik.

Untuk menekan tindakan oportunistik manajer, sehingga manajer melaksanakan tugas sesuai dengan keinginan pemilik, maka kepemilikan oleh manajer (*managerial ownership*) menjadi satu alternative untuk mengendalikan manajer dari tindakan oportunistik tersebut. Kepemilikan manajerial adalah mekanisme penting untuk menyatukan insentif manajer dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976; Morck, *et al*, 1988). Sedangkan suatu cara untuk meningkatkan kepemilikan manajerial adalah melalui kebijakan ***stock-based compensation*** (Cheng & Warfield, 2005). Menurut Cheng & Warfield (2005), dalam ***stock-based compensation, equity insentif***, ketika manajer mendapatkan ***option***

grants, options biasanya tidak akan dilaksanakan atau dieksekusi selama tiga atau empat bulan. Ketika *options* (opsi) dilaksanakan atau dieksekusi, maka manajer akan membeli (*call options*) saham tersebut setelah tiga atau empat bulan dengan harga tertentu. Akibat dieksekusinya options oleh manajer, maka kepemilikan saham oleh manajer akan meningkat, dengan demikian manajer akan menghindari kebijakan-kebijakan yang kurang menguntungkan bagi pemilik. Manajer akan memusatkan perhatiannya pada kinerja yang dapat meningkatkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham dimana manajer termasuk didalamnya sebagai pemilik.

Jensen dan Meckling (1976), mengemukakan bahwa keputusan manajer dalam menentukan struktur modal adalah untuk menyeimbangkan biaya hutang dan biaya modal sendiri, meminimumkan pengaruh mereka terhadap nilai perusahaan. Para manajer adalah kaum profesional, dan akan bertanggung jawab terhadap keputusan-keputusan yang telah dibuatnya. Keputusan manajer yang berkaitan dengan struktur modal adalah keputusan pembelanjaan atau sering juga disebut sebagai keputusan pendanaan. Keputusan ini berkaitan dengan penentuan sumber-sumber pembiayaan, termasuk didalamnya adalah kebijakan hutang.

Kebijakan hutang adalah merupakan keputusan manajemen untuk membiayai kegiatan perusahaan dengan menggunakan dana dari kreditur. Sebagai konsekuensinya, maka kebijakan hutang akan meningkatkan *leverage* keuangan (*financial leverage*), karena kebijakan hutang akan menambah penggunaan hutang

untuk kegiatan operasi perusahaan. Keputusan ini akan berdampak pada meningkatnya biaya tetap, dan bahkan kemungkinan pada risiko kebangkrutan sebagai akibat naiknya biaya tetap tersebut. Oleh karena itu, maka meningkatnya hutang akan membuat perusahaan menjadi lebih berisiko, terutama apabila penggunaan hutang ini tidak dilakukan dengan hati-hati. Namun demikian, menurut Jensen (1986), dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, sehingga bisa menghindari investasi yang sia-sia.

Adanya kontrol terhadap manajemen dalam penggunaan *free cash flow*, akan mengurangi tindakan oportunistik manajer, dan hal ini berarti secara tidak langsung membawa manajer kearah tindakan yang mengurangi risiko pemilik, yang akan berdampak pada meningkatnya kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Masulis (1988), juga menyatakan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan harga pasar saham, sedangkan penurunan hutang akan menurunkan harga pasar saham.

Kebijakan pendanaan ditujukan untuk mencari alternatif sumber dana yang akan digunakan untuk pembiayaan kegiatan operasi dan investasi perusahaan. Keputusan pemilihan sumber-sumber pendanaan dan investasi melibatkan kepentingan pemilik, kreditor dan manajer. Investasi dalam perusahaan dapat di lihat dari dua tipe investasi, yaitu *Acquisitions* dan *Capital Expenditures* ((Harford dan Li, 2005).

Pembiayaan investasi untuk membangun pabrik, pembelian aktiva tetap, perlengkapan kantor, pengeluaran biaya untuk advertising, dan pengeluaran biaya untuk penelitian dan pengembangan merupakan pengeluaran biaya yang masuk dalam kelompok *capital expenditure*. Oleh karena itu, *capital expenditure* berhubungan dengan pengeluaran-pengeluaran biaya investasi yang manfaatnya baru dapat dinikmati beberapa tahun kemudian (*future*), dan dalam jangka panjang, sehingga *capital expenditure* termasuk dalam wilayah kebijakan investasi. Sedangkan *acquisitions* adalah merupakan bentuk investasi yang dilakukan dengan cara membeli atau mengakuisisi perusahaan lain. Perusahaan yang dibeli (diakuisisi) akan lebur ke dalam perusahaan induk yang mengakuisisinya. Contohnya ketika tahun 2000 bank Danamon mengakuisisi bank Duta, maka seluruh asset milik bank Duta berpindah kepemilikan ke bank Danamon, dan nama bank Duta tidak digunakan lagi lebur menyatu dengan bank Danamon.

Hubungan antara keputusan pendanaan dengan keputusan investasi dari sudut pandang teori keuangan sampai dengan saat ini masih menjadi subyek perdebatan yang menarik, meskipun dari segi praktis fenomena pembiayaan investasi seringkali dilakukan dengan kombinasi antara modal sendiri dan utang.

Perbedaan teori keuangan yang ekstrim terjadi antara teori *hirarki pendanaan* (*financing hierarchy*) atau yang dikenal dengan *pecking order theory* dengan teori *aliran kas bebas* (*free cash flow*). Teori hirarki pendanaan berpendapat bahwa *informasi asimetri* dalam pasar menyebabkan biaya modal eksternal semakin

mahal (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984). Oleh karena itu, untuk keperluan pembiayaan investasi (*capital expenditure*) sebaiknya dilakukan dengan pembiayaan internal, kemudian selanjutnya baru menggunakan pembiayaan eksternal jika terjadi kekurangan. Sedangkan teori aliran kas bebas berpendapat bahwa kontrol manajemen dalam memanfaatkan modal internal sulit diawasi oleh pemilik atau investor luar (Jensen, 1986). Oleh karena itu pembiayaan investasi dengan dana eksternal (hutang) menjadi alternatif yang tepat sebagai sumber pembiayaan, karena hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen (Jensen, 1986). Meskipun kedua teori tersebut berbeda dalam masalah sumber pembiayaan, namun esensi dari kedua teori tersebut adalah sama bahwa pembiayaan investasi (*capital expenditure*), dari manapun sumbernya akan digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Pemilihan penggunaan modal internal maupun modal eksternal sebagai sumber pembiayaan investasi (*capital expenditure*) secara bersama-sama akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan arah yang berbeda. Penggunaan modal eksternal (hutang) akan menghasilkan struktur modal yang berisiko tinggi, karenanya kebijakan ini akan meningkatkan *leverage keuangan*, sedangkan penggunaan modal internal akan menghasilkan struktur modal dengan risiko yang rendah, karenanya kebijakan ini akan menurunkan *leverage keuangan*.

Teori Struktur Modal dari Modigliani dan Miller (1963), menyatakan bahwa dengan adanya pajak perseroan, maka keputusan pendanaan menjadi relevan, yaitu

akan meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang menggunakan hutang akan mendapatkan dua manfaat dengan adanya pajak perseroan, yakni; hutang merupakan sumber modal yang lebih murah daripada ekuitas, dan biaya bunga menjadi elemen pengurang pajak. Oleh karena itu, perusahaan yang menggunakan hutang akan membayar pajak lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Pemerintah membayar sebagian dari biaya modal yang bersumber dari hutang, atau dengan kata lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak. Akibatnya, penggunaan hutang mengakibatkan peningkatan porsi *earning before interest and tax* (EBIT) yang mengalir ke investor. Jadi, semakin tinggi penggunaan hutang semakin tinggi nilai perusahaan yang tercermin dari harga sahamnya.

Namun seperti di jelaskan dalam *balancing theory* (Baxter, 1967), penggunaan hutang yang melebihi ambang batas tertentu dapat menurunkan nilai perusahaan, hal ini disebabkan karena meningkatnya biaya kebangkrutan. Oleh karena itu, dalam praktek yang sesungguhnya, hampir tidak ada perusahaan yang menggunakan 100 persen hutang untuk membiayai investasinya.

Kebijakan perusahaan lainnya disamping kebijakan pedanaaan dan kebijakan investasi adalah kebijakan dividen. Kebijakan ini berkaitan dengan pembagian laba operasi yang dihasilkan perusahaan selama satu tahun. Laba operasi yang dihasilkan perusahaan dapat dipergunakan untuk pembayaran bunga, pembayaran pajak, pembayaran bonus, dan pembayaran dividen. Bunga dibayarkan

kepada para pemegang obligasi perusahaan, pajak dibayarkan kepada pemerintah, bonus dibayarkan kepada manajer dan karyawan, sedangkan dividen dibagikan kepada para pemilik saham (*shareholders*). Jika perusahaan membagi bonus kepada manajer dan karyawan, maka akan mengurangi jumlah yang dibagikan sebagai dividen. Bonus kepada manajer dapat diberikan dalam bentuk saham, dan disebut saham bonus. Pemberian saham bonus ini dimaksudkan untuk menekan perilaku oportunistik manajer, agar manajer mau bertindak untuk kepentingan pemilik, yaitu kemakmuran pemilik atau peningkatan nilai perusahaan.

Berkaitan dengan peningkatan nilai perusahaan, di samping faktor kebijakan perusahaan, maka ada faktor lain yang sangat fundamental, yaitu bagaimana keuntungan perusahaan di masa yang akan datang dan bagaimana risiko perusahaan tersebut. Keuntungan perusahaan di masa yang akan datang merupakan harapan dari kinerja perusahaan pada saat ini. Sedangkan risiko perusahaan, merupakan risiko dari perubahan lingkungan makro, seperti kondisi ekonomi, politik, hukum, sosial budaya, teknologi, dan sebagainya.

Kinerja perusahaan sebagai unsur dari faktor fundamental mikro merupakan hasil implementasi dari kebijakan-kebijakan perusahaan. Konsep ini telah banyak mengalami perkembangan, disamping konsep-konsep konvensional akuntansi yang tradisional seperti; ***ROE, ROA, EPS, Residual Income***, dan indikator-indikator kinerja yang lain, maka terdapat konsep yang dianggap mempunyai kemampuan yang lebih baik dalam mengukur kinerja perusahaan, yaitu ***Economic Value Added (EVA)***.

Namun demikian, dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Mike (1997) di Bursa Efek Jakarta, menghasilkan kesimpulan bahwa hubungan *EVA* dan *MVA* tidak signifikan. Artinya terjadi perbedaan antara apa yang dikemukakan oleh penggagas *EVA* (Stewart, 1995) dengan kenyataan yang terjadi di pasar modal Indonesia (BEI). Oleh karena itu dalam penelitian ini, seperti telah dijelaskan sebelumnya, pengukuran kinerja perusahaan menggunakan konsep konvensional akuntansi, yaitu *ROA* yang dianggap mempunyai kemampuan lebih baik dalam mengukur kinerja perusahaan.

Peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan perusahaan merupakan gambaran dari peningkatan kesejahteraan untuk *shareholders* atau para pemegang saham melalui dividen yang dibayarkan kepadanya, dan peningkatan harga saham. Kemampuan membayar dividen sangat tergantung pada kinerja perusahaan selama periode berjalan. Manajemen akan memutuskan untuk membayar dividen tinggi jika kinerja perusahaan baik, yang ditunjukkan dengan besarnya *ROA* yang dihasilkan pada periode tersebut, dan dengan asumsi bahwa investor dan calon investor adalah rasional, maka kinerja perusahaan (*ROA*) sebagai hasil dari kebijakan perusahaan akan menentukan harga pasar saham.

Mengingat bahwa kinerja perusahaan (*ROA*) merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan, maka kinerja perusahaan dapat berfungsi sebagai mediasi dari kebijakan perusahaan dalam mempengaruhi harga saham atau nilai perusahaan. Seperti dijelaskan di atas, bahwa harga pasar saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental mikro, yaitu kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan, tetapi

juga dipengaruhi oleh faktor fundamental makro, khususnya faktor fundamental makroekonomi.

Faktor fundamental makroekonomi seperti; inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi merupakan faktor-faktor yang sangat diperhatikan oleh para pelaku pasar modal. Perubahan-perubahan yang terjadi pada faktor ini dapat mengakibatkan perubahan-perubahan di pasar modal, yaitu meningkat atau menurunnya harga saham. Volatilitas dari harga-harga saham di pasar modal dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis. Oleh karena itu, perubahan-perubahan pada faktor makroekonomi dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis. Kondisi makroekonomi yang memburuk akan meningkatkan risiko sistematis, sedangkan kondisi makroekonomi yang membaik akan menurunkan risiko sistematis (Brigham, *et al*, 1996).

Faktor fundamental makroekonomi dengan indikator inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, sedangkan risiko sistematis dengan indikator *beta* saham (β). Variabel-variabel ini dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kinerja perusahaan (*ROA*) dan nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan penjelasan tersebut, maka risiko sistematis merupakan variabel yang memediasi hubungan atau pengaruh faktor-faktor makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi) terhadap kinerja perusahaan (*ROA*) dan nilai perusahaan. Demikian juga kinerja perusahaan merupakan variabel yang memediasi hubungan

atau pengaruh faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis dalam mempengaruhi harga pasar saham atau nilai perusahaan.

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh dari faktor fundamental makroekonomi yang diproksi dengan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi; risiko sistematis yang diproksi dengan *beta* saham serta faktor fundamental mikro yang menekankan pada aspek kebijakan perusahaan yang diproksi dengan *leverage* keuangan, *capital expenditure* serta insentif manajer, dan kinerja perusahaan yang diproksi dengan *ROA* dalam mempengaruhi nilai perusahaan yang di proksi dengan *Tobins'Q*. Konsep pengaruh antar variabel dalam penelitian ini adalah pengaruh berjenjang, dengan menempatkan risiko sistematis dan kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi atau *intervening*.

Penelitian ini dimotivasi oleh beberapa penelitian terdahulu, antara lain penelitian dari Dodd dan Chen (1996), Claude, *et al* (1996), Eduardus (1997), Suryanto (1998), Gudono (1999), Jogiyanto dan Chendrawati (1999), Shin dan Stulz (2000), Syahib (2000), Anuchitworawong (2000), Dewi (2001), Pasternak dan Rosenberg (2002), Imam dan Irwansyah (2002), Siti (2004), Coles, *et al* (2004), Villalonga dan Amit (2004), Al Farouque, *et al* (2005), Aivazian, *et al* (2005), Uchida (2006), dan Guo (2006) seperti yang tercantum dalam tabel 1-2. Penelitian ini juga dimotivasi dari fenomena perkembangan indikator ekonomi Indonesia, pengamatan terhadap perkembangan inflasi, tingkat suku bunga deposito, kurs dollar, dan pertumbuhan ekonomi selama tahun 2000 sampai dengan 2006 yang hasilnya

menunjukkan fluktuasi cenderung menurun untuk inflasi dan tingkat bunga deposito, sedangkan untuk kurs dollar dan pertumbuhan ekonomi berfluktuasi cenderung meningkat.

Selanjutnya, penelitian ini juga dimotivasi oleh fenomena yang terjadi di BEI terhadap hasil pengamatan awal pada 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI selama tahun 2000 sampai dengan 2005, berkenaan dengan *leverage* keuangan, *capital expenditure*, insentif manajer, *ROA* dan harga saham. Berdasarkan pengamatan awal terhadap 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI menunjukkan fenomena yang menarik, karena sebagian besar hubungan antara variabel-variabel *leverage* keuangan, *capital expenditure*, insentif manajer, *ROA* terhadap harga saham atau nilai perusahaan adalah berfluktuasi dan tidak menentu.

Penelitian ini memfokuskan pada area penelitian manajemen keuangan yang dikemas dalam sebuah judul **"Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan"**. Sebuah pengembangan model teoritis dan studi empiris pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang diharapkan dapat memperjelas isu dalam meningkatkan nilai perusahaan. Studi ini juga diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan disiplin ilmu manajemen keuangan, serta praktek-praktek manajemen dalam pengambilan keputusan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai

perusahaan sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran *stakeholders* atau meningkatkan nilai perusahaan tercapai.

1.1.1. Kondisi Empirik Indikator Ekonomi Indonesia

Kondisi empirik ekonomi Indonesia dapat dilihat dari kondisi makroekonomi dengan indikator; inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi. Inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi sering dipandang sebagai faktor yang banyak memberikan pengaruh terhadap keputusan para pelaku pasar modal.

Inflasi

Inflasi adalah indikator ekonomi yang menggambarkan turunnya nilai rupiah, dan kondisi ini ditandai dengan meningkatnya harga barang-barang kebutuhan di pasar. Meningkatnya inflasi dapat menurunkan daya beli masyarakat, karena harga-harga barang kebutuhan meningkat, sedangkan pendapatan masyarakat tetap. Sehingga inflasi sering menjadi momok yang menakutkan, terutama jika pemerintah tidak berhasil atau tidak mampu mengendalikan laju pertumbuhannya.

Perkembangan tingkat inflasi secara nasional sejak tahun 1998 berfluktuasi dan cenderung menurun, yaitu 77,6 % pada tahun 1998 dan 6,6 % di tahun 2006. Seperti kita ketahui bahwa pada tahun 1997 krisis ekonomi melanda kawasan Asia pada umumnya, khususnya Asia Timur dan Asia Tenggara termasuk Indonesia. Secara fantastis harga-harga barang kebutuhan masyarakat melambung tinggi, kurs rupiah terhadap US dollar melambung hingga mencapai Rp 15.000,00 per US \$1.

Kondisi ini mengakibatkan inflasi yang sangat tinggi, yaitu mencapai 77,6% dan merupakan inflasi tertinggi selama masa reformasi.

Tahun 1999 tingkat inflasi turun hingga menjadi 2,0%, dan tahun 2000 naik lagi menjadi 9,4%, demikian juga tahun 2001 terus naik hingga menjadi 12,6%. Tahun 2002 dan tahun 2003 menurun lagi masing-masing menjadi 10,0% dan 5,1%, namun ditahun 2004 dan 2005 naik lagi menjadi 6,4% dan 17,1%, sedangkan pada tahun 2006 menurun lagi menjadi 6,6%. Berdasarkan perkembangan inflasi tersebut menunjukkan bahwa secara nasional setelah krisis ekonomi tahun 1997 inflasi di Indonesia berfluktuasi naik dan turun setiap tahunnya tidak menentu.

Naik turunnya tingkat inflasi menandakan bahwa kondisi ekonomi masih belum stabil sehingga harga barang-barang kebutuhan konsumen cenderung meningkat. Meskipun demikian, sebenarnya tingkat inflasi di tahun 2006 sudah jauh lebih rendah di-bandingkan tahun 2005, dan bahkan masih lebih rendah dari proyeksi inflasi tahun 2006 sebesar 8%. Jadi, kondisi ekonomi tahun 2006 dapat dikatakan jauh lebih baik dari tahun sebelumnya, terbukti dengan angka pengangguran juga menurun dari 11,24% di tahun 2005 menjadi 10,45% di tahun 2006, dan pertumbuhan ekonomi yang cenderung meningkat sejak tahun 2004.

Tingkat Suku Bunga

Sejak terjadinya krisis ekonomi tahun 1997, tingkat suku bunga deposito bank persero, baik yang 3 bulanan maupun yang 1 bulanan mengalami lonjakan kenaikan cukup tinggi. Pada tahun 1998 tingkat suku bunga deposito bank persero 1

bulan merupakan suku bunga yang tertinggi, yaitu mencapai 51,8% per tahun, dan diikuti oleh suku bunga deposito 3 bulan sebesar 39,4% per tahun. Namun pada tahun 1999, tingkat suku bunga deposito bank persero sudah mulai menurun, hal ini ditunjukkan pada suku bunga 24 bulan yang tercatat sebesar 17,3% pertahun. Tingkat suku bunga deposito tersebut terus mengalami penurunan, pada tahun 2000 besarnya tingkat suku bunga deposito 14,3% per tahun, meskipun demikian pada tahun 2001 dan 2002 sempat naik lagi menjadi 17,0% per tahun pada tahun 2001 dan 18,1% per tahun pada tahun 2002.

Sejak tahun 2003, tingkat suku bunga deposito turun kembali menjadi 16,1% per tahun, dan tahun 2004 terus menurun menjadi 8,1% per tahun. Perkembangan tingkat suku bunga deposito bank persero sejalan dengan perkembangan SBI 1 bulan yang sejak tahun 2001 terus mengalami penurunan. Setelah masa krisis ekonomi tahun 1997, SBI 1 bulan terus mengalami kenaikan hingga tahun 2001, masing-masing 11,9% di tahun 1999, 14,5% di tahun 2000, dan 17,6% di tahun 2001. Akan tetapi semenjak tahun 2002 sampai dengan tahun 2006 terus mengalami penurunan, yaitu 13,12% di tahun 2002 dan di akhir tahun 2006 sebesar 9,75%. Penurunan ini berlanjut hingga Desember 2007, dimana besarnya SBI pada bulan Desember 2007 sebesar 8,00%.

Kurs Rupiah Terhadap US dollar (\$)

Seiring dengan perkembangan inflasi dan tingkat suku bunga deposito maupun SBI, maka perkembangan kurs rupiah terhadap mata uang US dollar di pasar

spot Jakarta juga mengalami perkembangan yang berfluktuasi. Setelah krisis ekonomi 1997, kurs rupiah terhadap US dollar terus melemah berkisar antar Rp 7.838,40 sampai dengan Rp 10.267,80 per US \$1. Puncaknya terjadi pada tahun 1998, yaitu mencapai Rp 10.267,80 per US \$1, meskipun pada tahun 1999 sempat menguat menjadi Rp 7.838,40 per US \$1, namun pada tahun 2000 naik lagi menjadi Rp 8.401,6 per US \$1.

Jika dibandingkan dengan sebelum masa krisis ekonomi 1997, maka nilai kurs rupiah terhadap US \$ jauh sekali berbeda, karena sebelum krisis ekonomi tahun 1997 besarnya kurs rupiah terhadap US dollar hanya sebesar Rp 2.247,00 di tahun 1995, Rp 2.328,00 di tahun 1996, dan Rp 2.890,00 di tahun 1997. Kondisi ini menggambarkan betapa besar pengaruh krisis ekonomi terhadap nilai mata uang rupiah, khususnya terhadap mata uang US dollar yang nota bene adalah mata uang internasional. Sehingga dapat dikatakan bahwa pondasi perekonomian Indonesia sangat lemah, dan mudah terpengaruh oleh perubahan ekonomi dunia.

Tahun 2000 dan 2001, kurs rupiah terhadap US dollar melemah lagi menjadi Rp 8.401,6 pada tahun 2000 dan Rp 10.259 pada tahun 2001 atau mengalami kenaikan masing-masing 7,19% dan 22,11%. Sedangkan tahun 2002 dan 2003, kurs menguat atau mengalami penurunan masing-masing 9,20% dan 8,20% atau Rp 9.315,6 di tahun 2002 dan Rp 8.570,3 di tahun 2003. Nampaknya sejak tahun 2002 kurs terus berfluktuasi pada kisaran Rp 9.000,00 sampai dengan akhir tahun 2007 yang ditutup dengan angka Rp 9.402,00. Kondisi ini terlihat pada akhir tahun 2005

kurs di *spot* pasar uang Jakarta ditutup pada angka Rp 9.830,00 dan akhir tahun 2006 kurs di *spot* pasar uang Jakarta ditutup pada angka Rp 9034,00 atau turun 8,10%. Sedangkan pada awal tahun 2007 dibuka dengan angka Rp 8.990,00 dan hingga pada akhir tahun 2007 kurs ditutup dengan angka Rp 9.402,00.

Pertumbuhan Ekonomi

Menurut Sadono (2000), pertumbuhan ekonomi merupakan masalah makroekonomi jangka panjang. Pertumbuhan ekonomi ini terjadi karena setiap periode waktu masyarakat akan menambah kemampuannya untuk memproduksi barang dan jasa dengan menggunakan faktor-faktor produksi yang tersedia. Faktor-faktor produksi tersebut meliputi faktor produksi alam yang menyediakan bahan-bahan dan faktor produksi tenaga kerja yang setiap periode akan bertambah karena golongan penduduk yang memasuki angkatan kerja. Perkembangan teknologi alat-alat produksi akan mempercepat pertambahan kemampuan untuk memproduksi barang dan jasa, sehingga akan memacu pertumbuhan ekonomi yang lebih cepat.

Pertumbuhan ekonomi dapat diukur dari Produk Domestik Bruto Menurut Lapangan Usaha Atas dasar Harga Konstan. Perkembangan pertumbuhan ekonomi Indonesia selama tahun 2001 sampai dengan 2006 terus meningkat. Pada tahun 2001 pertumbuhan ekonomi sebesar 3,83% dan meningkat di tahun 2002 menjadi 4,38%, selanjutnya meningkat lagi di tahun 2003 menjadi 4,88%, demikian juga di tahun 2004 meningkat lagi menjadi 5,13%, dan selanjutnya tahun 2005 menjadi 5,6 % serta di tahun 2006 sebesar 6,11%. Peningkatan pertumbuhan ekonomi setelah masa krisis

menggambarkan bahwa kondisi ekonomi Indonesia secara makro terus mengalami perbaikan.

Data perkembangan indikator ekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi dapat dilihat pada Tabel 1-1 berikut ini.

Tabel 1-1
Perkembangan Indikator Ekonomi Indonesia

| No | Indikator | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|----|----------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | Inflasi (%) | 12,6 | 10,0 | 5,1 | 6,4 | 17,1 | 6,6 |
| 2 | Tingkat Bunga (%): | | | | | | |
| | - Deposito 1 bulan | 14,9 | 12,8 | 6,6 | 6,1 | 11,98* | 8,96* |
| | - Deposito 3 bulan | 15,7 | 13,7 | 7,1 | 6,5 | 11,75* | 7,71* |
| | - Deposito 6 bulan | 15,1 | 13,9 | 8,0 | 7,0 | 10,17* | 10,70* |
| | - Deposito 12 bulan | 14,6 | 15,7 | 10,6 | 7,2 | 10,95* | 11,63* |
| | - Deposito 24 bulan | 17,0 | 18,1 | 16,1 | 8,1 | 12,93 | 11,84* |
| | - SBI | 17,6 | 13,12 | 8,31* | 7,43* | 12,75* | 9,75* |
| 3 | Kurs (Rp) | 10259 | 9315,6 | 8570,3 | 8942,2 | 9830* | 9034* |
| 4 | Pertumbuhan Ekonomi (%) | 3,83 | 4,38 | 4,88 | 5,13 | 5,6 | 5,8 |

Sumber: BPS, BI, dan JSX.

Keterangan: *) Kondisi akhir tahun

1.1.2. Kondisi Empirik Industri Manufaktur di Indonesia

Perusahaan-perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta sejak sepuluh tahun terakhir, yaitu sejak sebelum krisis ekonomi tahun 1995 sampai dengan tahun 2006 telah tumbuh 42,44%. Kondisi ini menggambarkan bahwa investasi di

Indonesia cukup menarik meskipun di negeri ini dirundung banyak masalah, seperti isu korupsi, kemiskinan, pengangguran sampai isu terorisme.

Pada tahun 1995 jumlah perusahaan yang *listed* di BEI sebanyak 238 perusahaan, dan tahun 2006 sebanyak 339 perusahaan atau bertambah 101 perusahaan selama 11 tahun yang berarti rata-rata bertambah 9 perusahaan setiap tahun. Kenaikkan tertinggi yaitu pada tahun 1997 sebelum masa krisis ekonomi tahun 1998 dengan kenaikan sebanyak 29 perusahaan atau 11,46%. Akan tetapi pada tahun 1999 setelah krisis ekonomi tahun 1998 mengalami penurunan sebanyak 11 perusahaan atau 3,82%. Hal ini menunjukkan bahwa krisis ekonomi pada tahun 1998 membawa akibat yang buruk bagi iklim investasi di Indonesia. Namun demikian, sejak tahun 2000 kecenderungannya terus meningkat hingga tahun 2006, meskipun pada tahun 2004 sempat terjadi penurunan 2 perusahaan atau 0,60%.

Seiring dengan meningkatnya jumlah perusahaan yang *listed* di BEI, maka kelompok industri manufaktur merupakan kelompok yang terbesar. Kelompok industri ini juga sejak tahun 2000 juga terus mengalami peningkatan, yaitu sebanyak 147 perusahaan pada tahun 2000 menjadi 156 perusahaan pada tahun 2006 atau naik sebesar 6,12%. Meskipun kecenderungannya meningkat, namun sebenarnya mengalami penurunan selama 3 tahun berturut-turut. Tahun 2000 sampai tahun 2002 meningkat, akan tetapi tahun 2003 sampai dengan tahun 2005 menurun, dan tahun 2006 meningkat lagi. Data jumlah perusahaan dan perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI dapat dilihat pada daftar lampiran, yaitu Lampiran 1 dan Lampiran 2.

Pengamatan empirik selanjutnya dilakukan terhadap kondisi *leverage*, *capital expenditure*, insentif saham, *ROA*, dan harga saham pada beberapa perusahaan manu-faktur yang diambil secara acak. Pengamatan dilakukan terhadap 23 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Jakarta selama tahun 2000 sampai dengan 2005 sebagai berikut.

Leverage Keuangan

Leverage keuangan menggambarkan penggunaan hutang jangka panjang oleh perusahaan. Sebagian besar perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI menggunakan hutang sebagai salah satu sumber pembiayaannya. Berdasarkan pengamatan pada 23 perusahaan yang dilakukan, maka proporsi hutang tertinggi dimiliki oleh perusahaan dengan kode TEJA dengan nilai rata-rata *leverage*-nya sebesar 2,33 kali atau 233%. Sedangkan proporsi utang terendah dimiliki oleh perusahaan dengan kode DPNS dengan nilai rata-rata *leverage*-nya sebesar 0,18 kali atau 18%. Perusahaan-perusahaan dengan nilai *leverage* lebih besar dari 1,00 kali atau 100% adalah merupakan perusahaan-perusahaan yang berisiko tinggi. Bahkan ada kemungkinan bahwa perusahaan tersebut telah melebihi struktur modal maksimumnya, sehingga menyebabkan *cost of capital*-nya tinggi. Jika kita amati dari 23 perusahaan manufaktur tersebut seperti pada Lampiran 3, maka sebagian besar *leverage* keuangannya berfluktuasi naik dan turun. Hanya ada satu perusahaan yang kecenderungan *leverage*-nya meningkat, yaitu perusahaan dengan kode TEJA. Sedangkan perusahaan yang kecenderungan *leverage*-nya menurun ada dua

perusahaan, yaitu perusahaan dengan kode GGRM dan ASII. Data *leverage* keuangan ke 23 perusahaan yang diamati dapat dilihat pada daftar lampiran, yaitu pada Lampiran 3.

Capital Expenditure

Capital expenditure menggambarkan pengeluaran modal jangka panjang yang manfaatnya baru akan diperoleh setelah beberapa tahun kemudian. Pendekatan yang digunakan untuk menentukan besarnya *capital expenditure* adalah dengan menghitung besarnya PPE (*plant, property and equipment*). Sebagian besar perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI mengeluarkan biaya ini sebagai bagian untuk pengembangan usaha mereka untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Berdasarkan pengamatan terhadap 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa efek Jakarta, maka *capital expenditure* sebagian besar perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi sangat fluktuatif, dan bahkan banyak yang negative. Hanya ada dua perusahaan saja dari perusahaan manufaktur yang diobservasi yang *capital expenditure*-nya selama tahun 2001 sampai dengan 2005 positif, yaitu perusahaan dengan kode INDF dan GGRM. Fluktuatifnya *capital expenditure* menggambarkan bahwa investasi mengalami pasang surut, dan bahkan banyak diantaranya melakukan alokasi asset untuk mempertahankan kelangsungan usahanya. Data *capital expenditure* dari 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI dapat dilihat pada daftar lampiran, yaitu Lampiran 4.

Insentif Manajer

Jensen dan Meckling (1976), mengemukakan bahwa kompensasi eksekutif dan struktur kepemilikan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Pada penelitian yang lain Jensen dan Murphy (1990), juga menemukan *bahwa executive stock options (ESOs)* merupakan input penting didalam proses produksi. Bagaimana kondisi ini pada perusahaan manufaktur di BEI?,

Banyak perusahaan manufaktur di BEI yang pernah mambagi bonus saham, namun dari pengamatan 23 perusahaan, maka tidak banyak perusahaan yang membagikan bonus saham setiap tahunnya. Kondisi ini sangat berbeda dengan perusahaan-perusahaan di negara maju, seperti Taiwan, sebagian besar perusahaan besar yang *listed* di TSE membagikan bonus saham setiap tahunnya (Wen-Chung Guo, 2006). Ini menggambarkan bahwa pasar modal Indonesia (BEI) belum tergolong maju, tetapi masih dalam taraf pasar modal yang berkembang. Data pembagian saham bonus per tahun dari 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI dapat dilihat pada daftar lampiran, yaitu Lampiran 5.

Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan yang dapat di proksi dengan beberapa indikator, antara lain *ROA*. *Return on Asset (ROA)* dihitung dengan membagi laba bersih sesudah pajak (*EAT*) dengan total asset. Besarnya *ROA* yang dihasilkan perusahaan menggambarkan nilai prestasi atau kinerja perusahaan yang dicapai dalam periode tertentu. Semakin tinggi nilai

ROA, semakin baik kinerja perusahaan, dan ini merupakan sinyal baik bagi investor untuk melakukan investasi dengan membeli saham perusahaan tersebut. Investor mengharapkan suatu *return* yang tinggi, karena tingginya *ROA* juga menggambarkan laba bersih sesudah pajak yang merupakan hak bagi pemilik atau pemegang saham juga tinggi. Oleh karena itu, jika laba sesudah pajak tinggi, maka ada harapan bagi para pemegang saham untuk mendapatkan dividen yang tinggi, meskipun kebijakan dividen tetap menjadi hak manajer untuk memutuskannya.

Berdasarkan pengamatan terhadap 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI, maka nilai *ROA*-nya sangat fluktuatif, bahkan sebagian besar perusahaan memiliki *ROA* yang rendah dan negative. Nilai *ROA* yang rendah dan negative menggambarkan bahwa kinerja perusahaan sangat rendah dan tidak efisien. Beberapa perusahaan manufaktur yang diobservasi memang menghasilkan *ROA* yang tinggi, seperti perusahaan dengan kode AQUA, MLBI, GGRM, HMSP, dan BATA. Perusahaan-perusahaan tersebut sangat baik kinerjanya, selama tahun 2000 sampai dengan 2005 selalu memperoleh keuntungan dengan nilai *ROA* rata-rata di atas 8% per tahun, meskipun besarnya berfluktuatif. Perusahaan dengan kode BATA memperoleh *ROA* tertinggi dengan nilai *ROA* rata-rata 19,86% per tahun, dan perusahaan dengan kode TEJA memperoleh *ROA* terendah dengan nilai *ROA* rata-rata minus 33,45% per tahun, dan tidak pernah memperoleh laba selama tahun 2000 sampai dengan tahun 2005. Data *ROA* dari 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI dapat dilihat pada daftar lampiran, yaitu Lampiran 6.

Harga Saham

Seperti dijelaskan sebelumnya, bahwa nilai perusahaan adalah merupakan total nilai pasar utang dan nilai pasar saham. Nilai pasar utang relatif konstan, sedangkan nilai pasar saham relatif berfluktuasi, karena nilai pasar saham sangat sensitif terhadap perusahaan-perubahan, baik perubahan yang disebabkan karena faktor eksternal perusahaan (makro) maupun perusahaan yang terjadi karena faktor internal perusahaan (kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan). Perubahan harga saham secara totalitas dapat dilihat melalui perubahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Pengamatan selama tiga tahun terakhir (2004 – 2006), kinerja Bursa efek Jakarta mengalami perkembangan yang luar biasa, dilihat dari indeks harga saham gabungan (IHSG). Pada awal tahun 2004 posisi IHSG dibuka pada angka 725,5 dan pada akhir 2006 ditutup pada angka 1805,52 (28 Desember 2006), serta di awal tahun 2007 dibuka dengan angka 1836,52 (2 Januari 2007). Bahkan pada akhir bulan April 2007 (26 April 2007) IHSG pertama kali menembus angka 2000, yaitu 2016,03 poin, dan pada akhir tahun 2007, IHSG ditutup dengan 2745,82 poin (28 Desember 2007). Nampaknya kondisi ini akan terus meningkat mengingat bahwa kondisi ekonomi semakin membaik, yang ditunjukkan dengan terus meningkatnya pertumbuhan ekonomi sejak tahun 2004 (5,1%), tahun 2005 (5,6%), tahun 2006 (5,8%). Demikian juga dengan perkembangan SBI yang terus menurun, yaitu 12,50% pada bulan Mei 2006, dan 8,25% pada bulan Juli 2007, dan 8,00% pada bulan Desember 2007.

Perkembangan harga saham pada beberapa perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi sebagian besar juga berfluktuasi naik dan turun. Berdasarkan pengamatan pada 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI, nampaknya hanya ada satu perusahaan yang harga sahamnya stabil terus meningkat selama tahun 2000 sampai dengan 2005, yaitu perusahaan dengan kode AQUA. Harga saham perusahaan dengan kode AQUA tahun 2000 ditutup dengan harga Rp 14.000,00 dan pada tahun 2005 ditutup dengan harga Rp 63.000,00. Data harga saham dari 23 perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI dapat dilihat pada daftar lampiran, yaitu Lampiran 7.

Kecenderungan naik turunnya harga saham tidak akan terlepas dari kondisi internal maupun eksternal perusahaan tersebut. Kemampuan perusahaan didalam mengantisipasi dan mengatasi perubahan kondisi eksternal berbeda-beda, tergantung pada kekuatannya. Semakin tinggi kekuatan yang dimiliki semakin rendah fluktuasi harga sahamnya, demikian juga sebaliknya semakin rendah kekuatan yang dimiliki semakin tinggi fluktuasi harga sahamnya. Perusahaan-perusahaan yang fluktuasi harga sahamnya tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berisiko tinggi. Para investor akan sangat berhati-hati didalam memilih investasi pada perusahaan tersebut, artinya bahwa investor akan menuntut premi risiko yang tinggi. Akibatnya, *expected return* juga tinggi untuk mengcover risiko tersebut, baik melalui *dividen yield* maupun *capital gain* yang diharapkan akan diperoleh.

Berdasarkan pada penjelasan tersebut di atas, maka untuk mendapatkan gambaran yang lebih jelas mengenai hubungan kondisi dari masing-masing variabel kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan dapat dilihat pada daftar lampiran, yaitu Lampiran 8 sampai dengan Lampiran 14.

Fenomena *leverage* keuangan dan *Return on Asset (ROA)* seperti pada Lampiran 8, menggambarkan bahwa pada umumnya peningkatan *leverage* keuangan tidak berdampak pada peningkatan *return on asset (ROA)* sebagai indikator dari kinerja perusahaan. Perubahan pada *leverage* keuangan membawa pengaruh yang berbeda dan bervariasi pada perubahan *ROA* atau kinerja perusahaan. *Leverage* keuangan perusahaan dengan kode ADES misalnya, pada periode 2000/2001 meningkat 0,03 persen akan tetapi pada periode yang sama *ROA*-nya turun sebesar 40,47 persen. Namun pada periode 2001/2002 dimana *leverage* keuangan turun sebesar 0,04 persen, *ROA*-nya naik sebesar 8,51 persen. Sedangkan pada periode 2002/2003 *leverage* keuangannya turun sebesar 0,05 persen, dan *ROA*-nya turun sebesar 1,74 persen. Pada periode 2003/2004 dan 2004/2005 *leverage* keuangan naik berturut-turut, dan *ROA*-nya turun pada periode 2003/2004, akan tetapi pada periode 2004/2005 *ROA*-nya naik. Hal yang relative sama juga terjadi pada sebagian besar perusahaan-perusahaan yang diobservasi.

Kondisi seperti tersebut di atas tidak sesuai dengan teori struktur modal dari Modigliani dan Miller (1963) dan *balancing theory* (Baxter, 1967), dimana menurut kedua teori tersebut, peningkatan *leverage* keuangan berdampak pada peningkatan

nilai perusahaan. Sedangkan nilai perusahaan akan meningkat hanya jika kinerja perusahaan meningkat. Oleh karena itu, maka seharusnya peningkatan *leverage* keuangan berdampak pada peningkatan *ROA* atau kinerja perusahaan. Fenomena ini menjadi menarik karena terjadi *gap* antara teori yang selama ini sudah dibangun dan sudah mapan dengan fakta yang terjadi secara empirik, khususnya terjadi pada perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI.

Pada Lampiran 9 menggambarkan kondisi *leverage* keuangan dan harga saham pada beberapa perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi. Kondisi ini tidak jauh berbeda dengan kondisi seperti yang digambarkan pada Lampiran 8, yaitu *leverage* keuangan dan *ROA*. Harga saham perusahaan dengan kode ADES berubah tidak menentu dan tidak sejalan dengan perubahan *leverage* keuangan seperti yang dijelaskan dalam teori struktur modal dari MM (1963) dan *balancing theory* (Baxter, 1967).

Harga saham pada perusahaan dengan kode ADES pada periode 2000/2001 turun, padahal pada periode yang sama *leverage* keuangannya naik. Demikian juga pada periode 2004/2005 harga saham perusahaan dengan kode ADES turun, padahal *leverage* keuangannya naik. Sedangkan pada periode 2002/2003 harga sahamnya naik, padahal *leverage* keuangannya turun. Pada periode 2001/2002 *leverage* keuangannya turun dan harga sahamnya turun, dan pada periode 2003/2004 *leverage* keuangannya naik, harga sahamnya juga naik. Kondisi ini sangat berbeda dengan perusahaan dengan kode AQUA, dimana perubahan *leverage* keuangannya tidak

berdampak pada perubahan harga saham, karena harga sahamnya terus meningkat sejak tahun 2000 sampai dengan 2005, meskipun *leverage* keuangannya berfluktuasi dan cenderung menurun. Demikian juga pada perusahaan dengan kode ASII, harga sahamnya cenderung meningkat meskipun *leverage* keuangannya cenderung menurun. *Leverage* keuangan dan harga saham perusahaan-perusahaan lain dalam industri manufaktur di BEI yang terobservasi, juga memiliki kecenderungan berfluktuasi. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan-perusahaan tersebut juga berfluktuasi, karena harga saham merupakan representasi dari nilai perusahaan.

Pada lampiran 10 menggambarkan kondisi *capital expenditure* dan *return on asset (ROA)* pada beberapa perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi. Melalui pengamatan pada lampiran 10 tersebut, maka perubahan *capital expenditure* pada umum-nya juga tidak berdampak pada peningkatan *return on asset (ROA)* sebagai indikator dari kinerja perusahaan, akan tetapi perubahan tersebut berfluktuasi dan tidak konsisten.

Perusahaan dengan kode ADES misalnya, *capital expenditure* pada perusahaan ini terus menurun sejak tahun 2000 sampai dengan 2004, sedangkan pada tahun 2005 naik. Namun besarnya *return on asset (ROA)* cenderung berfluktuasi turun, naik, turun, turun dan naik. Kejadian yang sangat ekstrim terjadi pada perusahaan dengan kode GGRM, *capital expenditure* pada perusahaan ini terus meningkat pada periode 2000 sampai dengan 2005, akan tetapi *ROA*-nya terus menurun sejak periode 2000 sebesar 20,59 persen, periode 2001 sebesar 15,52

persen, periode 2002 sebesar 13,51 persen, periode 2003 sebesar 10,60 persen, periode 2004 sebesar 8,69 persen, dan periode 2005 sebesar 8,54 persen. Sedangkan untuk perusahaan-perusahaan lain dalam industri manufaktur di BEI yang terobservasi perubahan-perubahan tersebut (*capital expenditure* dan *ROA*) cenderung berfluktuasi tidak menentu.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka terjadi *gap* antara harapan manajemen dan kenyataannya. Manajemen mengharapkan dengan peningkatan *capital expenditure* akan meningkatkan kinerja perusahaan (*ROA*) di masa depan, karena *capital expenditure* adalah merupakan pengeluaran modal dengan harapan adanya peningkatan *return* di masa depan. Namun demikian, fakta empirik menggambarkan kondisi yang sebaliknya, dan hal ini menarik dilakukan penelitian untuk mendapatkan jawabannya.

Pada lampiran 11 menggambarkan kondisi *capital expenditure* dan harga saham pada beberapa perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi. Berdasarkan pengamatan pada lampiran 11 tersebut dapat diketahui bahwa perubahan *capital expenditure* dan harga saham sebagian besar perusahaan-perusahaan tersebut berfluktuatif, dan tidak mencerminkan perubahan yang konsisten seperti dalam teori investasi. Misalkan, perusahaan dengan kode ADES, pada periode 2001 sampai dengan 2004 *capital expenditure* terus menurun, dan pada periode 2005 naik. Akan tetapi harga saham pada periode 2003 dan 2004 naik, sedangkan pada periode 2005 turun. Demikian juga perusahaan dengan kode GGRM, *capital expenditure* pada

periode 2001 sampai dengan 2005 terus meningkat, namun harga sahamnya juga cenderung menurun meskipun pada periode 2003 harga sahamnya naik, tetapi pada periode berikutnya sampai dengan 2005 menurun.

Perusahaan dengan kode MLBI, harga sahamnya terus meningkat dari periode 2002 sampai 2005 meskipun pada periode 2002 dan 2003 terjadi penurunan *capital expenditure*. Sedangkan untuk perusahaan dengan kode AQUA, harga sahamnya terus meningkat pada periode 2000 sampai dengan 2005 meskipun *capital expenditure*-nya cenderung menurun sejak periode 2003 sampai 2005. Gambaran tersebut mencerminkan adanya gap antara *capital expenditure* dan nilai perusahaan, bahwa harapan peningkatan investasi melalui *capital expenditure* adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan representasi dari peningkatan nilai perusahaan adalah naiknya harga pasar saham perusahaan, karena dengan naiknya harga saham perusahaan, maka investasi yang dilakukan menghasilkan nilai bagi investor sesuai dengan harapannya.

Pada lampiran 12 menggambarkan kondisi insentif manajer yang di proksi dengan pembagian saham bonus dan *return on asset (ROA)* sebagai proksi dari kinerja perusahaan. Berdasarkan pada lampiran 12 tersebut, maka sebagian besar perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi tidak membagikan saham bonus pada periode 2000 sampai dengan 2005, tetapi pernah membagikan saham bonus sebelumnya. Hanya beberapa perusahaan saja yang membagikan saham bonus, seperti perusahaan dengan kode kode SMAR pada periode 2001, perusahaan dengan

kode DPNS pada periode 2000 dan 2005, serta perusahaan dengan kode ASII pada periode 2000 sampai 2004.

Perusahaan dengan kode INDF tidak membagi saham bonus pada periode 2000 sampai 2005, dan kinerja perusahaan (*ROA*) pada periode 2003 sampai 2005 menurun. Perusahaan dengan kode SMAR membagi saham bonus pada periode 2001, dan pada periode 2002 *ROA*-nya naik, akan tetapi perusahaan dengan kode DPNS yang membagi saham bonus pada periode 2000 dan 2005, *ROA* pada 2003 turun, sedangkan untuk pembagian saham bonus periode 2005 belum terlihat hasilnya pada 2006 (na). Selanjutnya adalah perusahaan dengan kode ASII yang membagi saham bonus pada periode 2000 sampai 2004, dan hasilnya mengalami kenaikan *ROA* yang cukup tinggi pada periode 2001 dan 2003, sedangkan pada periode 2003 sampai 2005 *ROA*-nya menurun meskipun tidak begitu tinggi. Kondisi seperti dijelaskan tersebut di atas menggambarkan adanya *gap* antara kebijakan pemberian saham bonus kepada manajer dengan peningkatan kinerja perusahaan, karena maksud pemberian saham bonus adalah untuk memberi motivasi kepada manajer dalam meningkatkan kinerja perusahaan, seperti dijelaskan dalam teori kompensasi berbasis saham (*stock based compensation theory*).

Pada lampiran 13 menggambarkan kondisi insentif manajer yang di proksi dengan pembagian saham bonus dan harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan. Seperti sudah dijelaskan sebelumnya bahwa dari 23 perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi tidak banyak perusahaan yang membagi saham

bonus secara rutin setiap tahunnya Ada beberapa perusahaan yang membagi saham bonus pada periode 2000 s/d 2005 seperti perusahaan dengan kode, SMAR, DPNS dan ASII. Perusahaan dengan kode SMAR membagi bonus saham pada periode 2001, perusahaan dengan kode DPNS membagi saham bonus pada periode 2000 dan 2005, sedangkan perusahaan dengan ASII membagi saham bonus pada periode 2000 sampai 2004.

Pada periode 2000 sampai 2005 perusahaan INDF tidak membagi saham bonus, harga sahamnya relatif stabil, berkisar pada harga Rp 800,00 dan pada periode 2005 harga sahamnya bahkan mengalami kenaikan menjadi Rp 900,00. Perusahaan dengan kode ASII harga sahamnya terus meningkat dari tahun 2001 sampai 2005. Hal ini menunjukkan adanya dampak yang positif dari kebijakan perusahaan dengan membagi saham bonus kepada manajer (insentif manajer). Akan tetapi pada perusahaan dengan kode SMAR yang membagi saham bonus pada periode 2001, harga sahamnya pada periode 2002 mengalami penurunan, yaitu dari Rp 800,00 menjadi Rp 700,00. Hal yang sama juga terjadi pada perusahaan dengan kode DPNS yang membagi saham bonus pada periode 2000 dan 2005, harga sahamnya pada periode 2001 turun dari Rp 575,00 menjadi Rp 385,00. Berdasarkan kenyataan tersebut, berarti ada *gap* antara kebijakan pemberian saham bonus dengan harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan, dan ini tidak sejalan dengan *stock based compensation theory*.

Pada lampiran 14 menggambarkan kondisi *return on asset (ROA)* sebagai indikator dari kinerja perusahaan, dan harga saham sebagai gambaran dari nilai perusahaan. Berdasarkan pada lampiran 14 tersebut, maka terlihat bahwa pada umumnya perubahan *return on asset (ROA)* maupun harga saham perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi berfluktuasi dan tidak searah. Misalnya, perusahaan dengan kode ADES, ROA pada periode 2000 dan 2001 turun, periode 2002 naik, dan periode 2003 dan 2004 turun, sedangkan periode 2005 naik. Harga saham perusahaan dengan kode ADES pada periode 2001 dan 2002 turun, periode 2003 dan 2004 naik, namun pada periode 2005 turun. Perusahaan dengan kode MLBI, ROA-nya cenderung turun, akan tetapi harga sahamnya cenderung naik. Demikian juga perusahaan dengan kode AQUA, *return on asset (ROA)*nya cenderung turun, akan tetapi harga sahamnya terus meningkat.

Kondisi tersebut menggambarkan adanya *gap* antara *return on asset (ROA)* sebagai indikator dari kinerja perusahaan dan harga saham sebagai gambaran dari nilai perusahaan. Keadaan ini tidak sesuai dengan *signaling theory* (Leyland & Pyle, 1977) yang mengisyaratkan bahwa *return on asset (ROA)* yang tinggi merupakan *signal* bagi investor bahwa ada harapan untuk mendapatkan *return* tinggi dari investasi pada perusahaan tersebut, sehingga investor bersedia membayar saham perusahaan dengan harga yang tinggi. Oleh karena itu, sesuai dengan isyarat dari *signaling theory* (Leyland & Pyle, 1977), maka seharusnya pergerakan *return on asset (ROA)* searah dengan pergerakan harga saham. Jadi, jika *return on asset (ROA)*

cenderung naik, maka harga saham cenderung naik, demikian juga sebaliknya jika *return on asset (ROA)* cenderung turun, maka harga saham juga cenderung turun.

1.1.3 Research Gap

Penelitian dengan menggunakan variable-variabel makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan sebelumnya. Namun demikian, masih banyak menghasilkan temuan yang berbeda sehingga menimbulkan *gap* antara penelitian yang satu dengan penelitian yang lain.

Research gap (temuan yang berbeda) dari penelitian-penelitian sebelumnya berkenaan dengan faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan dapat dilihat pada tabel 1-2 berikut ini.

Tabel 1-2
Research Gap Penelitian Terdahulu

| No | Riset Gap | Temuan | Peneliti | Judul Peneliiian | Metode Penelitian |
|----|---------------------------------|--|---------------|--|--|
| 1 | Inflasi dan Harga Saham. | @ Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap Harga Saham. | Gudono, 1999. | Penilaian Pasar Modal Terhadap Fluktuasi Bisnis <i>Real-Estate</i> . | 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i> . 2. Populasi perusahaan <i>real-estate</i> di BEJ. 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. Model Regresi |

| | | | | | |
|--|------------------------------------|---|----------------|---|---|
| | Inflasi dan Systematic Risk | @ Inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap <i>Systematic Risk</i> . | Eduardus, 1997 | <i>Determinants of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stock.</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i>. 2. Populasi perusahaan non-keuangan yang <i>listed</i> di BEJ. 3. <i>Purposive sampling</i>. 4. Model regresi berganda. |
| | Inflasi dan Beta saham | Inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap <i>beta Saham</i> . | Siti, 2004. | Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Nilai Kurs Terhadap <i>Beta Saham</i> Syariah pada Perusahaan yang Terdaftar di JII. | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i>. 2. Populasi perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam JII. 3. <i>Purposive sampling</i>. 4. Model regresi. |
| | | @ Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG sektor property. | Dewi, 2001. | Pengaruh Kondisi Ekonomi dan Kinerja Perusahaan Terhadap IHSG Sektor Properti di BEJ. | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i>. 2. Populasi perusahaan di sektor property di BEJ. 3. <i>Purposive sampling</i>. |

| | | | | | |
|---|--|---|-------------------------|--|--|
| 2 | Interest Rate dan Systematic Risk | @ Interest rate berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Systematic risk. | Eduardus, 1997. | <i>Determinants of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stock.</i> | <p>4. Model regresi.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Data time series dan cross section. 2. Populasi perusahaan non-keuangan yang listed di BEJ. 3. Purposive sampling. 4. Model regresi berganda. |
| | Tingkat Bunga dan Risiko Sistematis | @ Tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap Risiko Sistematis. | Dedi dan Riyatno, 2007. | Pengaruh Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia dan Nilai Kurs Terhadap Risiko Sistematis Saham Perusahaan di BEJ. | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data time series dan cross section. 2. Populasi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ. 3. Purposive sampling. 4. Model regresi. |
| | Tingkat Bunga dan Harga Saham. | @ Tingkat Bunga deposito berpengaruh signifikan terhadap Harga Saham (IHSG). | Suryanto, 1998. | Pengaruh Tingkat Bunga Deposito dan Kurs Mata Uang Asing Terhadap IHSG di BEJ. | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data time series dan cross section. 2. Populasi perusahaan listed di BEJ. 3. Purposive sampling. |

| | | | | | |
|---|--|--|------------------------------|--|--|
| | | @ Tingkat Bunga berpengaruh negatif terhadap Harga Saham. | Sudjono, 2002. | Analisis Keseimbangan dan Hubungan Simultan antara Variabel Ekonomi Makro Terhadap Indeks Harga Saham di BEJ dengan Metode <i>VAR</i> dan <i>ECM</i> . | 4. Model regresi. 1. Data time series dan cross section. 2. Populasi perusahaan yang listed di BEJ. 3. Model <i>VAR</i> dan <i>ECM</i> . |
| | | @ Tingkat Bunga berpengaruh signifikan terhadap IHSG sektor property. | Dewi, 2001. | Pengaruh Kondisi Ekonomi dan Kinerja Perusahaan Terhadap IHSG sektor property di BEJ. | 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i> . 2. Populasi perusahaan sektor property di BEJ. 3. Purposive sampling. 4. Model regresi. |
| 3 | Kurs, Return Saham dan Harga Saham. | @ <i>Economic Risk</i> (termasuk kurs) berhubungan positif dengan <i>Return</i> Saham di negara maju, sedangkan di pasar modal baru tidak. | Claude, <i>et al</i> , 1996. | <i>Political Risk, Economic Risk and Financial Risk</i> . | 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i> . 2. Populasi perusahaan di bursa Negara maju dan berkembang Amerika dan Asia. |

| | | | | | |
|--|----------------------------|---|-----------------|---|---|
| | | @ Kurs US <i>dollar</i> Singapura, dan <i>Yen</i> Jepang berpengaruh signifikan terhadap Harga Saham. | Suryanto, 1998. | Pengaruh Tingkat Bunga Deposito dan Kurs Mata Uang Asing Terhadap IHSG di BEJ. | 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. Model regresi. |
| | | @ Hubungan negatif antara Nilai Tukar dengan Harga Saham. | Sudjono, 2002. | Analisis Keseimbangan dan Hubungan Simultan antara Variabel Ekonomi Makro Terhadap Indeks Harga Saham di BEJ dengan Metode <i>VAR</i> dan | 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i> . 2. Populasi perusahaan yang <i>listed</i> di BEJ. 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. Model regresi. |
| | Kurs dan Beta Saham | @ Kurs berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap <i>Beta</i> Saham. | Siti, 2004. | Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Nilai Kurs Terhadap <i>beta</i> Saham syariah di JII. | 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i> . 2. Populasi perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam JII. |

| | | | | | |
|--|-----------------------------------|---|--------------------------|--|--|
| | Kurs dan beta Saham | @ Kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Beta Saham. | Robiatul dan Ardi, 2006. | Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta. | 3. Purposive sampling. 4. Model regresi. 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i> . 2. Populasi perusahaan-perusahaan yang berbasis syariah yang <i>listed</i> di BEJ dan termasuk dalam Jakarta Islamic Index (JII). 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. Model regresi. |
| | Kurs dan Risiko Sistematis | @ Kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap Risiko Sistematis. | Dedi dan Riyatno, 2007. | Pengaruh Suku Bunga Sertifikat bank Indonesia dan Nilai Kurs Terhadap Risiko Sistematis Saham Perusahaan. | 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i> . 2. Populasi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ. 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. Model regresi. |

| | | | | | |
|---|-------------------------------|--|---------------------|--|---|
| 4 | Systematic Risk dan q. | @ Perubahan Systematic Risk berhubungan positif dengan perubahan q. | Shin & Stulz, 2000. | <i>Firm Value, Risk and growth Opportunities.</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data dari Compustat dan CRSP. 2. Panel data. 3. Purposive sampling. 4. Model regresi. |
| | | @ Indeks Beta (Systematic Risk) berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham. | Syahib, 2000. | Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistemik Terhadap Harga Saham (Khusus Industri Barang Konsumsi yang go-public di Pasar Modal Indonesia. | <ol style="list-style-type: none"> 1. Panel data. 2. Populasi seluruh perusahaan yang termasuk kelompok industri barang konsumsi. 3. Purposive sampling. 4. Model regresi lod-linier. |
| | | @ Firm Risk berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap Stock Price Volatility. | Coles, et al, 2004. | <i>Managerial Incentives and Risk taking.</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data Standard & Poor's Execu. Comp. database. 2. Sample size 10.687 observats. 3. Model simultaneous regressions. |

| | | | | | |
|---|--------------------------|--|---------------------------|---|---|
| 5 | Leverage dan ROA. | <i>Market risk (Beta)</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (<i>Tobin's Q</i>). | Villalonga & Amit, 2004. | <i>How Do Family Ownership, Management and Control Affect Firm Value?</i> . | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data dari <i>Compustat CRSP</i>, dan <i>IRRC</i>. 2. Sampel 315 perusahaan non famili dan 172 perusahaan famili. 3. Skala rasio. 4. Model OLS-Regression. |
| | | <p>@ Sebelum masa krisis 1996, <i>Leverage</i> berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap <i>ROA</i>.</p> <p>@ Sesudah masa krisis 2000, <i>Leverage</i> berpengaruh negative dan signifikan terhadap <i>ROA</i>.</p> | Anuchitwong, 2000. | <i>Ownership-based Incentives, Internal Corporate Risk and Firm Performance.</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Panel data</i>. 2. Populasi perusahaan-perusahaan yang <i>listed</i> di Thailand SE. 3. <i>Purposive sampling</i>. 4. Skala rasio. 5. Model OLS-Regression. |
| | | @ <i>Leverage</i> berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap <i>ROA</i> . | Al Farouque, et al, 2005. | <i>A Simutaneous Equations Approach to Analysing the Relationship Between Ownership Structure and</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data dari <i>Dhaka Stock Exchange (DSE)</i>. 2. <i>Panel data</i>. 3. <i>Sample size</i> 660 observations. 4. Skala rasio. |

| | | | | | |
|---|---------------------------------------|--|-------------------------------|--|---|
| | | @ <i>Leverage</i> berpengaruh negative dan signifikan terhadap <i>ROA</i> . | Guo, 2006. | <i>Performance in Bangladesh.</i> <i>Stock Bonus Compensation and Firm Performance in Taiwan.</i> | 5. Model Log-Regression. 1. Data dari <i>Taiwan Securities and Future Information Center</i> , dan <i>Taiwan Economic Journal (TEJ)</i> . 2. Sampel seluruh perusahaan yang <i>listed</i> di <i>TSEC</i> . 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. <i>Panel data</i> . 5. Skala rasio. 6. Model regresi berganda. |
| 6 | <i>Leverage dan Tobin's Q.</i> | @ <i>Leverage</i> berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . | Pasternak, & Rosenberg, 2002. | <i>The Impact of Stock Option Incentives on Investment and Firm Value.</i> | 1. Data dari <i>Alexander Corporate Finance Oy, ETLA</i> , dan <i>SSEBA</i> . 2. Populasi perusahaan yang <i>listed</i> di <i>Helsinki SE</i> . 3. <i>Data panel</i> . 4. <i>Purposive sampling</i> . 5. Skala rasio. 6. Model <i>OLS</i> - |

| | | | | | |
|--|--|---|---------------------------|--|--|
| | | @ Leverage berpengaruh negative dan signifikan terhadap <i>Stock Price Volatility</i> . | Coles, et al 2004. | <i>Managerial Incentives and Risk-Taking.</i> | <i>Regression.</i> 1. Data <i>Standard & Poor's Execu. Comp. database.</i> 2. <i>Sample size 10.687 observations.</i> 3. Skala rasio. 4. Model <i>Simultaneous Regression.</i> |
| | | @ Leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . | Al Farouque, et al, 2005. | <i>A Simutaneous Equations Approach to Analysing the Relationship Between Ownership Structure and Performance in Bangladesh.</i> | 1. Sumber data: <i>Dhaka Stock Exchange (DSE).</i> 2. <i>Panel data.</i> 3. <i>Sample size 660 observations.</i> 4. Skala rasio. 5. Model <i>Log-Regression.</i> |
| | | @ Leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (<i>Tobin's Q</i>). | Villalonga & Amit, 2004. | <i>How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?.</i> | 1. Data dari <i>Compustat, CRSP, dan IRRC.</i> 2. Sampel 315 perusahaan <i>non family</i> dan 172 perusahaan <i>family.</i> 3. Skala rasio. 4. Model <i>OLS-Regression.</i> |

| | | | | | |
|---|--|---|---------------------------|---|--|
| | | @ <i>Debt</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Tobin's Q</i> . | Uchida, 2006. | <i>Agency Cost of Debt and the Relationship Between Firm Performance and Managerial Ownership: Evidence from Japan.</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Sumber data: <i>Kaisha Zaimu Karute CD-ROM, and the Nikkei NEEDS financial database.</i> 2. <i>Panel data.</i> 3. Populasi perusahaan yang <i>listed</i> di <i>TSE</i>. 4. <i>Purposive sampling.</i> 5. Skala rasio. 6. Model <i>OLS-Regress.</i> |
| 7 | <i>Capital Expenditure dan ROA.</i> | <p>@ Sebelum masa krisis 1996, <i>Capital Expenditure</i> berpengaruh negative dan signifikan terhadap <i>ROA</i>.</p> <p>@ Sesudah masa krisis 2000, <i>Capital Expenditure</i> berpengaruh negative dan signifikan terhadap <i>ROA</i>.</p> | Anuchitwong, 2000. | <i>Ownership-based Incentives, Internal Corporate Risk and Firm Performance.</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Data: <i>Panel data.</i> 2. Populasi perusahaan yang <i>listed</i> di <i>Thailand SE</i>. 3. <i>Purposive sampling.</i> 4. Skala rasio. 5. Model <i>OLS-Regression.</i> |
| | | @ <i>Investment</i> berpengaruh positif tetapi | Al Farouque, et al, 2005. | <i>A Simutaneous Equations</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Sumber data: <i>Dhaka SE.</i> 2. Data: <i>Panel</i> |

| | | | | | |
|---|--|--|---------------------------|--|---|
| | | tidak signifikan terhadap ROA. | | <i>Approach to Analysing the Relationship Between Ownership Structure and Performance in Bangladesh.</i> | data. 3. Sample aize 660 observations. 4. Skala rasio. 5. Model Log-Regression. |
| 8 | <i>Capital Expenditure dan Tobin's Q.</i> | <i>Capital Expenditure</i> berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Nilai Perusahaan (<i>Tobin's Q</i>). | Villalonga & Amit, 2004. | <i>How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?.</i> | 1. Sumber data: Compustat, CRSP, dan IRRC. 2. Sampel 315 perusahaan non family dan 172 perusahaan family. 3. Skala rasio. 4. Model OLS-Regression. |
| | | @ <i>Capital Expenditure</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>Stock Price Voaltity</i> . | Coles, et al, 2004. | <i>Managerial Incentives and Risk-Taking.</i> | 1. Data Standard & Poor's Execu-Comp. database. 2. <i>Sampel size</i> 10.687 observations. 3. Skala rasio. 4. Model <i>Simultaneous Regression</i> . |
| | | <i>Investment</i> berpengaruh positif tetapi tidak signifikan | Al Farouque, et al, 2005. | <i>A Simutaneous Equations Approach to Analysing the</i> | 1. Sumber data: Dhaka SE. 2. Data: Panel data. 3. <i>Sampel size</i> |

| | | | | | |
|---|------------------------------|---|--------------------------|---|--|
| 9 | Stock Option dan ROA. | terhadap Tobin's Q. @ Stock Option berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROA. | Schulz, and Tubbs, 2006. | <i>Relationship Between Ownership Structure and Performance in Bangladesh.</i> <i>Stock Option Influence on Manager's Salaries and Firm Performance.</i> | 660 observations. 4. Skala rasio. 5. Model Log-Regression. 1. Sumber data: IT workers from 330 publicly traded organisation 2. Data: panel data. 3. Sampel size 10.906 employees. 4. Purposive sampling. 5. Skala rasio. 6. Model OLS. |
| | Stock Bonus dan ROA. | @ Stock Bonus berpengaruh negative dan signifikan terhadap ROA. @ Perusahaan-perusahaan besar di Taiwan cenderung membagikan (mengambil) Stock Bonus sebagai kompensasi. | Guo, 2006. | <i>Stock Bonus Compensation and Firm Performance in Taiwan.</i> | 1. Sumber data Taiwan Securities and Future Information Center, dan Taiwan Economic Journal (TEJ). 2. Sampel seluruh perusahaan yang listed |

| | | | | | |
|----|---|---|-------------------------|---|---|
| 10 | <i>Stock Option dan Tobin's Q.</i> | <i>Stock Option berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q.</i> | Schulz and Tubbs, 2006. | <i>Stock Option Influence on Manager's Salaries and Firm Performance.</i> | <p>di TSEC.</p> <ol style="list-style-type: none"> 3. <i>Purposive sampling.</i> 4. Data: <i>cross section.</i> 5. Skala rasio. 6. Model Regresi. |
| | <i>CEO Compensation dan Market Value of a Firm.</i> | <i>@ CEO Compensation berpengaruh positif dan signifikan terhadap Market Value of a Firm.</i> | Lilling, 2006. | <i>The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?.</i> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Sumber data: <i>IT workers from 330 publicly traded organization</i>. 2. Data: <i>panel data.</i> 3. <i>Sample size</i> 10.906 employees. 4. <i>Purposive sampling.</i> 5. Skala rasio. 6. Model OLS. |

| | | | | | |
|----|--|--|--------------------|---|--|
| 11 | ROA dan Tobin's Q dan Return Saham. | @ ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap Tobin's Q. | Uchida, 2006 | <i>Agency Cost of Debt and the Relationship Between Firm Performance and Managerial Ownership: Evidence from Japan.</i> | 1.Sumber data: Kaisha Zaimu Karute CD-ROM, abd the Nikkei NEEDS financial database. 2.Data: panel data. 3.Populasi perusahaan yang listed di TSE. 4. Purposive sampling 5.Skala rasio. 6.Model OLS-Regress. |
| | ROA dan Return Saham. | @ ROA berkorelasi signifikan terhadap Return Saham. @ ROA sebagai pengukur kinerja perusahaan dianggap lebih baik dari EVA. | Dodd & Chen, 1996. | <i>EVA: A New Panacea?.</i> | 1.Sumber data: Compustat periode 1983 s/d 1992. 2.Data: panel data. 3.Sampel 566 perusahaan yang memiliki data lengkap. 4. Purposive sampling. 5.Skala rasio. 6.Model Regresi. |

| | | | | | |
|----|--------------------------------|---|-----------------------------------|--|---|
| | ROA dan Return Saham. | @ ROA berpengaruh signifikan terhadap Return Saham. @ ROA sebagai pengukur kinerja perusahaan didalam mempengaruhi Return Saham lebih baik disbanding EVA. | Jogiyanto, dan Chendrawati, 1999. | ROA dan EVA: A Comparative Empirical Study. | 1. Data: panel data. 2. Sampel LQ 45 Index. 3. Purposive sampling. 4. Skala rasio. 5. Model Regresi Berganda. |
| | ROA dan Return Saham. | @ ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap Return Saham. @ Pengamb. keputusan investasi para investor di Indonesia lebih banyak dipengaruhi oleh faktor ekstern. | Imam dan Irwansyah, 2002. | Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Alat Ukur EVA, MVA dan ROA terhadap Return Saham pada perusahaan manufaktur di BEJ. | 1. Populasi perusahaan manufaktur di BEJ. 2. Purposive sampling. 3. Data: cross section. 4. Sampel 20 perusahaan. 5. Jumlah sample data 100 observasi. 6. Skala rasio. 7. Model Regresi Berganda. |
| 12 | GDP dan Systematic Risk | @ GDP berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan | Eduardus, 1997. | Determinants of Systematic Risk: The Experience of Some | 1. Data time series dan cross section. 2. Populasi |

| | | | | | |
|--|--|-----------------------------------|--|---|---|
| | | terhadap <i>Systematic Risk</i> . | | <i>Indonesian Common Stock</i> . | perusahaan yang listed di BEJ. 3. Purposive sampling. 4. Metode regresi berganda. |
| <i>GDP dan Beta Saham.</i> | <i>GDP</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap <i>Beta Saham</i> . | Robiatul dan Ardi, 2006. | Analisa Karakteristik perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta. | 1. Data <i>time series</i> dan <i>cross section</i> . 2. Populasi perusahaan-perusahaan yang berbasis syariah yang <i>listed</i> di BEJ dan termasuk dalam Jakarta Islamic Index (JII). 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. Model regresi. | |
| <i>Income per Capita Growth dan Equity Returns.</i> | @ <i>Income per capita</i> berhubungan negative dengan <i>Equity Return</i> . @ Pertumbuhan ekonomi di masa depan tidak relevan | Ritter, 2004. | <i>Economic and Equity Returns</i> . | 1. Sumber data: 16 negara. 2. Sampel 16 negara, periode 1990-2000. 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. Skala rasio. 5. Model | |

| | | | | | |
|----|---|---|---------------------------|--|---|
| | | untuk memprediksi <i>Equity Return</i> di masa depan. | | | Korelasi. |
| 13 | <i>Stock Market dan Pertumbuhan GDP.</i> | @ <i>Stock Market</i> mempunyai hubungan yang lemah dengan pertumbuhan <i>GDP</i> . | Nieuwerburgh et al, 2005. | <i>Stock Market Development and Economic Growth in Belgium.</i> | 1. Sumber data: <i>Brussel SE</i> . 2. Data: <i>panel data</i> . 3. Skala rasio. 4. <i>Purposive sampling</i> . 5. Model <i>OLS</i> . |
| 14 | <i>Business Risk dan ROA.</i> | @ Sebelum masa krisis 1996, <i>Business Risk</i> berpengaruh negative dan signifikan terhadap <i>ROA</i> . @ Sesudah masa krisis 2000, <i>Business Risk</i> berpengaruh negative dan signifikan terhadap <i>ROA</i> . @ Sebelum masa krisis 1996, <i>Financial Risk</i> berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap <i>ROA</i> . @ Sesudah masa krisis | Anuchitwong, 2000. | <i>Ownership-based Incentives, Internal Corporate Risk and Firm Performance.</i> | 1. Data: <i>panel data</i> . 2. Populasi perusahaan-perusahaan yang <i>listed</i> di <i>Thailand SE</i> . 3. <i>Purposive sampling</i> . 4. Skala rasio. 5. Model <i>OLS-Regression</i> . |
| | <i>Financial Risk dan ROA.</i> | | | | |

| | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|
| | | 2000, <i>Financial Risk</i> berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap <i>ROA</i> . | | | |
|--|--|--|--|--|--|

Sumber: Ringkasan dari hasil penelitian sebelumnya untuk disertasi ini.

Berdasarkan *research gap* seperti dalam Tabel 1-2 tersebut di atas, masih terdapat temuan yang berbeda. Inflasi, sesuai dengan logika teori ekonomi akan berpengaruh negative terhadap harga saham. Akan tetapi dari hasil penelitian Gudono (1999), menemukan inflasi tidak berpengaruh terhadap harga saham. Demikian juga, Eduardus(1997) dan Siti (2004, menemukan inflasi berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis (*beta* saham). Sedangkan Dewi (2001) dalam penelitiannya menemukan inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG sektor properti.

Eduardus (1997), dalam penelitiannya menemukan tingkat bunga berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian Suryanto (1998) dan Dewi (2001), tingkat bunga deposito berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Namun dari hasil penelitian Gudono (1999) dan Sudjono (2002), tingkat bunga berpengaruh negative terhadap harga saham (IHSG). Kurs US dollar (\$), Singapura dan Yen Jepang berpengaruh signifikan terhadap harga saham (Suryanto, 1998). Penelitian ini mendukung hasil penelitian Claude, *et al* (1996) yang menghasilkan *economic risk* (termasuk kurs) berhubungan positif dengan

return saham di negara maju, sedangkan di pasar modal baru tidak. Hasil ini berbeda dengan penelitian Siti (2004), yang menemukan bahwa kurs berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap *beta* saham. Sedangkan Robiatul dan Ardi (2006), menemukan bahwa kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *beta* saham.

Perubahan *systematic risk* berpengaruh positif dengan perubahan q atau nilai perusahaan, demikian hasil penelitian dari Villalonga dan Amit, (2004), Syahib (2000), serta Shin, dan Stulz (2000). Hasil penelitian ini berbeda dari penelitian Coles, *et al* (2004), yang menemukan *firm risk* berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap *stock price volatility*. Konsep teori *CAPM* (Sharpe, *et al*, 1960), menyatakan bahwa *beta* saham adalah satu-satunya yang mempengaruhi *return* saham. *Beta* saham mempunyai fungsi hubungan yang positif dengan *return* saham, namun dalam konsep penilaian harga saham, harga saham mempunyai fungsi hubungan yang terbalik atau negative dengan *return* saham. Oleh karena itu, logika teorinya *beta* saham atau risiko sistematis mempunyai hubungan yang negative dengan harga saham.

Hasil penelitian dari Anuchitworawong (2000) di Thailand sebelum masa krisis 1996 *leverage* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*, namun sesudah masa krisis 2000 *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *ROA*. Hasil yang sama juga dilakukan penelitian oleh Al Farouque, *et al* (2005), *leverage* berpengaruh negatif dan dan tidak signifikan terhadap *ROA*. Demikian juga hasil penelitian Guo (2006), menemukan *leverage* berpengaruh

negatif dan signifikan terhadap *ROA*. Hasil-hasil penelitian tersebut berlawanan dengan teori struktur modal tentang *balancing theory* (Baxter, 1967) bahwa hubungan antara *leverage* dengan nilai perusahaan berbentuk non-linier. Dimana penggunaan hutang pada titik tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan, dan nilai perusahaan akan meningkat jika penggunaan hutang tersebut mampu menghasilkan *rate of return* yang lebih besar dari biaya hutangnya. Oleh karena itu, logika teorinya penggunaan hutang atau *leverage* akan meningkatkan *ROA*, artinya bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *ROA*.

Hasil penelitian dari Pasternak dan Rosenberg (2000), *leverage* berpengaruh negative terhadap tetapi tidak signifikan terhadap *Tobin's Q*. Demikian juga Coles, *et al* (2004), menemukan *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *stock price volatility*. Villallonga dan Amit (2004), juga menemukan *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan atau *Tobin's Q*. Namun Al Farouque, *et al* (2005) dan Uchida (2006), menemukan bahwa *leverage (debt)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan atau *Tobin's Q*.

Anuchitworawong ((2000), menemukan di Thailand sebelum masa krisis (1996) maupun sesudah masa krisis (2000) *capital expenditure* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*. Namun Al Farouque, *et al* (2005), menemukan bahwa *investment* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*. Hasil temuan tersebut tidak sejalan dengan logika teori dan tujuan investasi bahwa investasi dilakukan untuk meningkatkan usaha dan laba.

Vilallonga dan Amit (2004), dan Al Farouque, *et al* (2005) dalam penelitiannya menemukan bahwa *capital expenditure (investment)* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *Tobin's Q*. Sedangkan Coles, *et al* (2004), menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock price volatility*. Sesuai dengan konsep teori investasi, maka seyogyanya *capital expenditure (investment)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*, karena tujuan investasi adalah untuk pengembangan usaha.

Schulz dan Tubbs (2006), menemukan bahwa *stock option* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *ROA*. Sedangkan Guo (2006), menemukan bahwa *stock bonus* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*. *Agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976), menjelaskan bahwa untuk mengendalikan *agency conflict* dapat dilakukan dengan memberikan kompensasi kepada manajer, dan kompensasi dapat diberikan dalam bentuk *stock bonus*. Oleh karena itu, sesuai konsep *stock based compensation*, seyogyanya *stock bonus* berpengaruh positif signifikan terhadap *ROA*. Terhadap penelitian yang lain, Schulz dan Tubbs (2006), menemukan bahwa *stock option* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*. Demikian juga Lilling (2006), menemukan bahwa *compensation* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *market value of a firm*.

Dodd dan Chen (1996), dan Jogiyanto dan Chendrawati (1999), menemukan bahwa *ROA* berkorelasi (berpengaruh) signifikan terhadap *return* saham. Demikian juga Uchida (2006), menemukan bahwa *ROA* berpengaruh positif dan signifikan

terhadap *Tobin's Q*. Namun Imam dan Irwansyah (2002), menemukan bahwa *ROA* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sesuai dengan konsep *signaling theory* (Leyland & Pyle, 1977), seyogyanya *ROA* dapat digunakan sebagai *signal* informasi adanya aliran kas pada masa datang. Oleh karena itu, *ROA* akan berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham atau nilai perusahaan.

Ritter (2004), menemukan *income per capita* berhubungan negative dengan *equity returns*, dan pertumbuhan ekonomi di masa depan tidak relevan untuk memprediksi *equity returns* di masa depan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Eduardus (1997), yang menemukan bahwa *GDP* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Namun Robiatul dan Ardi (2006), menemukan bahwa *GDP* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *beta* saham. Sedangkan Nieuwerburgh, *et al* (2005), menemukan bahwa *stock market* mempunyai hubungan yang lemah dengan pertumbuhan *GDP*. Temuan tersebut tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi pembangunan, dimana pertumbuhan *GDP* yang menggambarkan adanya peningkatan kegiatan ekonomi justru memiliki hubungan yang lemah dengan pasar modal.

Adanya beberapa perbedaan temuan tersebut menggambarkan masih adanya persoalan berkaitan dengan variabel-variabel faktor fundamental makro, kebijakan perusahaan, dan risiko sistematis dalam mempengaruhi kinerja perusahaan (*ROA*) dan nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Untuk menjawab masalah tersebut, maka dalam penelitian ini akan digunakan model berjenjang (*path analysis*) dan menempatkan

kinerja perusahaan (*ROA*) sebagai variabel *intervening*. Model ini menurut peneliti adalah lebih tepat, karena nilai perusahaan merupakan sebuah nilai yang diciptakan melalui suatu proses panjang dan berkelanjutan. Proses tersebut akan menciptakan sebuah keyakinan kepada para investor atau calon investor potensial tentang prospek investasi kedepan terhadap perusahaan tersebut. Sedangkan keyakinan yang diciptakan bisa positif tetapi juga bisa negative, tergantung bagaimana persepsi investor dan calon investor dalam menyikapi kinerja perusahaan yang telah diraihny.

Berdasarkan uraian tersebut di atas yang didasarkan pada fenomena kondisi empirik indikator makroekonomi Indonesia dan kondisi empirik industri manufaktur serta *riset gap*, maka permasalahan penelitian yang diajukan dalam disertasi ini adalah: “Bagaimana peran kinerja perusahaan dalam menentukan pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan”. Untuk itu perlu dikembangkan bagaimana model yang tepat, yang dapat menggambarkan peran kinerja perusahaan sebagai variabel yang menentukan pengaruh terhadap nilai perusahaan”.

Permasalahan ini penting karena berkaitan dengan pernyataan pengaruh dari faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan yang harus mendapatkan penjelasan secara empiris.

1.2 Permasalahan Penelitian

Berdasar fenomena beberapa faktor fundamental di BEI, dan *research gap* seperti yang telah disarikan dalam berbagai *research gap* yang disajikan pada Tabel 1-2. Penelitian ini berbeda dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, karena penelitian ini akan menjelaskan secara berjenjang (*path analysis*) faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis dan kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Penelitian ini juga menempatkan risiko sistematis dan kinerja perusahaan sebagai variable mediasi atau *intervening*. Risiko sistematis memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya belum pernah dilakukan, oleh karena itu penelitian ini mencoba untuk menjembatani penelitian-penelitian sebelumnya dalam mencari kejelasan pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Sehingga untuk menjawab permasalahan penelitian ini, dikembangkan beberapa pertanyaan penelitian sebagai berikut :

- 1.2.1 Bagaimana pengaruh faktor fundamental makroekonomi terhadap risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

- 1.2.2 Bagaimana pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- 1.2.3 Bagaimana pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan.
- 1.2.4 Apakah risiko sistematis merupakan variabel *intervening* yang memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- 1.2.5 Apakah kinerja perusahaan merupakan variabel *intervening* yang memediasi pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis dan kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan.

1.3 Tujuan Penelitian.

Tujuan penelitian yang ingin dicapai dalam penelitian pengaruh faktor fundamental makro dan faktor fundamental mikro terhadap nilai perusahaan, antara lain adalah:

- 1.3.1 Untuk menganalisis pengaruh faktor fundamental makroekonomi terhadap risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- 1.3.2 Untuk menganalisis pengaruh risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- 1.3.3 Untuk menganalisis pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- 1.3.4 Untuk menganalisis pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan.

- 1.3.5 Untuk menganalisis risiko sistematis sebagai variabel *intervening* dalam memediasi hubungan faktor fundamental makroekonomi dengan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- 1.3.6 Untuk menganalisis kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* dalam memediasi hubungan faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis dan kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan
- 1.3.7 Untuk mengidentifikasi *gap* pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia Jakarta.

1.4 Manfaat Penelitian.

Penelitian dimaksudkan untuk menjawab fenomena yang terjadi terhadap hasil penelitian sebelumnya dan perkembangan nilai perusahaan yang dipantau dari fenomena kondisi empirik ekonomi Indonesia yang diproksi dengan inflasi, tingkat suku bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, serta fenomena kondisi empirik industri manufaktur di BEI dengan menggunakan variabel-variabel dalam kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan, yaitu *leverage* keuangan, *capital expenditure*, insentif manajer, serta *ROA*, dan harga saham sebagai gambaran dari nilai perusahaan. Oleh karena itu hasil penelitian harus memberikan manfaat bagi

perkembangan ilmu, para pengambil kebijakan, dan para pelaku bursa, baik manfaat jangka panjang maupun jangka pendek.

Berdasarkan konsep dan latar belakang masalah, serta tujuan penelitian, maka penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat, antara lain :

1.4.1 Kontribusi Teoritikal.

- (1) Hasil penelitian ini akan memberikan penjelasan tentang proses berjenjang pengaruh faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- (2) Hasil penelitian ini akan memberikan penjelasan tentang proses berjenjang pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- (3) Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai acuan penelitian berikutnya tentang proses pengaruh beberapa variabel faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan.

1.4.2 Kontribusi Praktikal.

- (1) Bagi para pelaku bursa saham, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi tentang proses pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

- (2) Bagi para pelaku bursa saham, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi tentang proses pengaruh kebijakan perusahaan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- (3) Mengingat bahwa nilai perusahaan lebih banyak ditentukan oleh faktor harga pasar saham, maka bagi investor dan calon investor hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai landasan kebijakan dalam melakukan investasi melalui pasar modal.

1.4.3 Kontribusi Organisasional.

- (1) Hasil penelitian ini bagi perusahaan dapat digunakan sebagai dasar dalam mengambil kebijakan perusahaan berkaitan dengan keputusan investasi, keputusan pembiayaan dan keputusan pendistribusian laba perusahaan.
- (2) Hasil penelitian ini bagi perusahaan dapat digunakan sebagai dasar untuk menentukan prioritas kebijakan perusahaan dalam upaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

1.5 Orisinilitas Penelitian

Adanya temuan yang berbeda dari beberapa hasil penelitian sebelumnya yang berkenaan dengan beberapa variabel faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan, menggambarkan belum adanya konsep atau model yang jelas tentang keterhubungan

variabel-variabel tersebut. Oleh karena itu, perlu dikembangkan suatu konsep atau model untuk menyelidiki keterhubungan pengaruh dari beberapa variabel faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Jadi, apabila dibandingkan dengan penelitian sebelumnya, penelitian berbeda dalam beberapa hal, antara lain.

Pertama; model yang dikembangkan adalah model yang mengarah pada model berjenjang. Model ini menjelaskan bahwa nilai perusahaan terbangun dalam suatu proses yang berurutan dan bertahap, yang disebabkan adanya perubahan dari faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan. Model ini juga memungkinkan suatu variabel berperan ganda, yaitu sebagai variabel dependen dan variabel independen. Sebagai variabel dependen, variabel ini akan dipengaruhi oleh variabel independen lain, dan sebagai variabel independen variabel ini akan mempengaruhi variabel dependen lainnya.

Kedua; penelitian ini menempatkan risiko sistematis dan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* atau mediasi. Risiko sistematis berperan sebagai variabel yang memediasi hubungan atau pengaruh antara variabel makroekonomi dengan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan berperan sebagai variabel yang memediasi hubungan atau pengaruh antara variabel makroekonomi, risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan. Konsekuensi dari penempatan risiko sistematis dan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* menyebabkan analisis dilakukan melalui dua tahap, yaitu:

Tahap pertama, variabel fundamental makroekonomi yang diproksi dengan indikator; inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi. Variabel-variabel ini akan mempengaruhi nilai perusahaan secara berjenjang, yaitu inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi akan mempengaruhi risiko sistematis. Selanjutnya risiko sistematis akan mempengaruhi kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Disamping pengaruh berjenjang seperti tersebut, maka variabel-variabel inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi juga akan berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Tahap kedua, variabel kebijakan perusahaan yang diproksi dengan *leverage* keuangan, *capital expenditure*, dan manajerial insentif serta kinerja perusahaan secara berjenjang akan mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu *leverage* keuangan, *capital expenditure*, dan manajerial insentif akan mempengaruhi kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan. Disamping pengaruh berjenjang, maka variabel kebijakan perusahaan; *leverage* keuangan, *capital expenditure*, dan insentif manajer juga akan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA, PROPOSISI, PENGEMBANGAN MODEL TEORITIKAL DASAR DAN EMPIRIK

Telaah pustaka membahas tentang teori-teori ekonomi dan keuangan yang digunakan agar mendapatkan arah yang tepat untuk menyusun landasan teori sebagai dasar dalam perumusan proposisi, teoritikal dasar dan empirik serta pengembangan hipotesis. Penelitian ini mendasarkan pada dua *grand theory* keuangan yang telah mapan yaitu *Capital Structure Theory* (Modigliani dan Miller, 1963) dan *Agency Theory* (Jensen dan Meckling, 1976).

Beberapa teori ekonomi juga digunakan antara lain seperti; Teori Investasi, *Purchasing Power Parity*, *Interest Rate Parity*, dan *International Fisher Parity*. Teori-teori tersebut merupakan teori pendukung yang digunakan sebagai dasar dalam membangun perumusan proposisi, model teoritikal dasar, pengembangan hipotesis, dan model empirik penelitian.

2.1 Teori Struktur Modal (*Capital Structure Theory*) dan Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Dua teori keuangan yang telah mapan adalah teori struktur modal (*capital structure theory*) dan teori keagenan (*agency theory*), kedua teori tersebut memiliki hubungan yang sangat erat. Teori struktur modal (*capital structure theory*) modern

dimulai dengan paper Modigliani dan Miller (1958), yang merupakan terobosan baru dalam manajemen keuangan modern. Proposisi yang diajukan Modigliani dan Miller memiliki pendukung yang sangat besar sampai sekarang. Proposisi yang menyatakan tidak relevannya keputusan *financing* memberikan implikasi penting, yaitu pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi tidak relevan, dan secara implisit juga menimbulkan pertanyaan pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi relevan (Harris dan Raviv, 1991).

Setelah mengalami diskusi yang sangat panjang, Modigliani dan Miller (1963), melonggarkan salah satu asumsinya tentang adanya pajak perseroan. Bahwa apabila ada pajak perseroan, maka keputusan *financing* menjadi relevan, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Perkembangan selanjutnya selama lebih dari empat puluh tahun, berbagai riset teoritis dan empiris telah banyak dilakukan dengan melepaskan beberapa asumsi dasar dari proposisi Modigliani dan Miller. Berbagai riset telah memperkaya proposisi Modigliani dan Miller dengan memasukkan faktor pajak, *costs of financial distress*, *bankruptcy costs*, *agency costs*, dan *transaction costs* (Myers, 1977, 1984 dan Jensen & Meckling, 1976).

Upaya dalam memasukkan berbagai faktor dan menanggalkan satu per satu dari berbagai ketidak sempurnaan pasar ini telah melahirkan dua teori keuangan baru dari teori struktur modal (*capital structure theory*), yang saling berlawanan, yaitu *trade-off theory* atau yang dikenal dengan *balancing theory* dan *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984). Meskipun kedua teori tersebut menyatakan bahwa

keputusan *financing* adalah relevan dalam kebijakan struktur modal pada kondisi pasar modal yang tidak sempurna.

Trade-off theory (Myers, 1977; 1984), memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan sampai batas *leverage* tertentu (optimal), dan sesudahnya penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan, karena penggunaan hutang setelah *leverage* optimal akan menimbulkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) yang lebih besar. Menurut teori ini, perusahaan-perusahaan besar pada umumnya cenderung kecil kemungkinan untuk bangkrut, sehingga lebih mudah untuk menarik pinjaman dari bank dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Pecking order theory merupakan bentuk pengembangan dari teori *Static Trade-Off (STO)*, yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Menurut teori ini, bahwa penentuan struktur modal yang optimal didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki berdasarkan biaya modal yang paling murah yang bersumber pada sumber dana internal (laba) sampai dengan sumber dana eksternal (utang dan saham). Pada mulanya teori ini kurang mendapatkan dukungan teoritis dan bukti empiris (Baskin, 1989), namun kemudian setelah mendapat suntikan dukungan dari argumen *information asymmetry*, disamping argumen keuntungan dari pajak, dan signifikannya biaya transaksi, maka *pecking order theory* lebih dikenal secara luas (Myers, 1984; Myers dan Mjlf, 1984).

Perkembangan selanjutnya dari teori struktur modal adalah ditemukannya teori keagenan (*agency theory*) oleh Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan bahwa antara pemilik dan manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*prinsipal*), yaitu pemilik dengan pihak yang menerima wewenang (*agent*), yaitu manajer. Adanya berbagai kepentingan ini, masing-masing pihak berusaha untuk memperbesar keuntungan bagi dirinya sendiri. *Principal* (pemilik) menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang telah dilakukan. Sedangkan *agent* (manajer) menginginkan kepentingannya diakomodir sebesar-besarnya atas kinerjanya.

Agency theory mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai *prinsipal* diasumsikan hanya tertarik pada hasil keuangan berupa pembagian dividen yang bertambah. Sedangkan manajer sebagai *agent* diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan yang tinggi dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Dengan demikian, maka perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer terletak pada maksimisasi manfaat (*utility*) pemegang saham (*principal*) dengan kendala manfaat (*utility*) dan insentif yang akan diterima manajer (*agent*). Adanya perbedaan kepentingan inilah yang memicu konflik antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*).

Agency theory, pada dasarnya merupakan model yang digunakan untuk merumuskan permasalahan yang berupa konflik antara pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajer sebagai pihak yang ditunjuk atau diberi wewenang oleh para pemegang saham (*agent*) untuk menjalankan perusahaan. sesuai dengan kepentingannya. Menurut Lambert (2001), model *principal-agent* dapat digambarkan seperti pada Gambar 2-1 berikut ini.

Gambar 2-1
Model *Principal-Agent*

| | | | |
|----------------------------------|-------------------------------|--|---|
| Contract $s(x, y)$ Agent Upon | Agent Seles Action (a) | Performance Measures (x, y , etc) Observed | Agent is Paid $s(x, y)$ Principal Keep $x-s(x, y)$ |
|----------------------------------|-------------------------------|--|---|

Sumber: Lambert (2001), untuk disertasi ini.

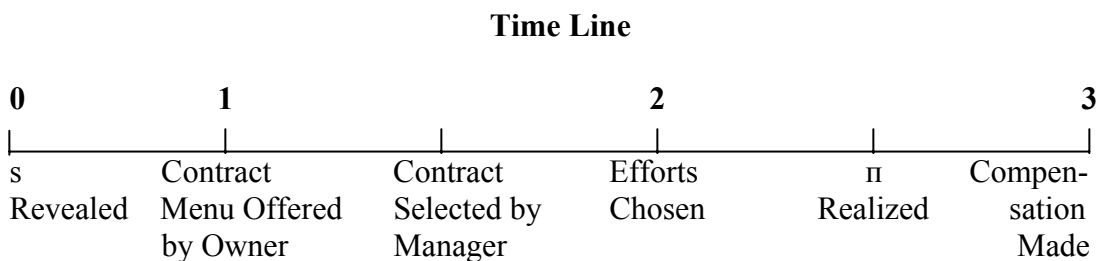
Keterangan dari Gambar 2-1 tersebut di atas adalah bahwa s merupakan fungsi kompensasi yang akan dijadikan dasar dan bentuk fungsi yang menghubungkan pengukuran kinerja dengan kompensasi agen. Sedangkan y merupakan vektor pengukuran kinerja berdasarkan kontrak, dan a merupakan *action* atau tindakan yang dilakukan oleh agen (manajer). Tindakan atau aktivitas tersebut dilakukan berdasarkan kontrak yang telah dilakukan dan terseleksi. Tindakan yang dilakukan berupa kebijakan, yang meliputi kebijakan pendanaan, kebijakan investasi, dan kebijakan operasional. Sebagai notasi selanjutnya, yaitu x merupakan *outcome*

atau hasil dari implementasi kebijakan-kebijakan tersebut yang digunakan sebagai dasar pengukuran kinerja dan kompensasi agen.

Sebagai bentuk tanggung jawab manajer yang telah diberi wewenang oleh pemilik (*principal*), maka manajer akan menginformasikan kinerja yang telah dicapainya melalui laporan keuangan. Di dalam konteks ini, manajer (*agent*) mempunyai informasi yang *superior* dibandingkan dengan pemilik (*principal*). Pada saat pemilik (*principal*) tidak dapat memonitor secara sempurna aktivitas manajerial, maka manajer memiliki potensi dan peluang untuk menentukan kebijakan yang menguntungkan dirinya, dan disinilah muncul konflik dengan pemilik karena pemilik tidak menyukai tindakan tersebut.

Model hubungan *principal-agent*, pemilik (*principal*) telah mendelegasikan seluruh tindakan (*action*) kepada manajer (*agent*). Arus informasi hubungan antara *principal-agent* dapat digambarkan seperti pada Gambar 2-2 berikut ini (Rajan dan Saouma, 2006).

Gambar 2-2
Model Hubungan *Principal-Agent*
(Alur Arus Informasi)



Sumber: Rajan and Saouma, 2006), untuk disertasi ini.

Alur informasi hubungan *principal-agent* seperti Gambar 2-2 tersebut di atas dapat dijelaskan sebagai berikut: *Pertama*, *s*; *signal*, pada tahap awal atau periode nol (*time 0*), manajer (*agent*) menerima *signal* (*s*), dan *signal* tersebut pada periode berikutnya (*time 1*) ditindak lanjuti dengan penawaran dari pemilik (*principal*) satu menu kontrak. Apabila manajer (*agent*) setuju, maka manajer (*agent*) mengkomunikasikan pilihan kontraknya kepada pemilik (*principal*). Demikian juga sebaliknya, apabila manajer (*agent*) menolak kontrak, maka hubungan antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*) berakhir. *Kedua*, tahap selanjutnya (*time 2*) manajer berusaha memilih *level* kegiatan-kegiatan (*efforts*) dengan berbagai konsekuensinya dengan *profit* (π) yang dihasilkan. *Ketiga*, pada tahap ketiga (*time 3*), pemilik (*principal*) membayar kompensasi berupa gaji, bonus, dan fasilitas lainnya kepada manajer (*agent*) berdasarkan kontrak yang telah disepakati sebelumnya.

Berdasarkan penjelasan model hubungan *principal-agent* tersebut di atas, maka dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa besarnya kompensasi yang diberikan kepada manajer (*agent*) tergantung pada besarnya *profit* (π) yang dihasilkan sesuai dengan kontrak yang telah disepakati sebelumnya. Oleh karena itu, manajer (*agent*) akan berusaha mengejar *profit* (π) yang tinggi dengan kemungkinan mengabaikan kepentingan pemilik (*principal*) untuk mengejar kompensasi yang tinggi.

Agency theory dapat digunakan oleh manajemen dalam pengungkapan laporan keuangan melalui perilaku yang didasari oleh dua motivasi, yaitu: motivasi *opportunistic* dan motivasi *signaling* (Beaver, 2002). Motivasi *opportunistic*, pada

motivasi ini manajemen cenderung menggunakan kebijakan *aggressive accounting* (Penman, 2003). Sedangkan motivasi *signaling*, manajemen cenderung *manage accrual* yang mengarah pada persistensi laba, dengan cara memperbaiki kualitas laporan keuangan melalui angka-angka akuntansi yang mengarah pada kualitas laba (Sloan, 1996; Dechow dan Dichev, 2002).

Signaling theory, menurut beberapa literatur merupakan efek yang terjadi sebagai akibat dari pengumuman laporan keuangan yang ditangkap oleh para pengguna, khususnya para pelaku bursa. Adanya informasi keuangan tersebut menimbulkan efek, yang akan ditangkap sebagai *signal* oleh para pelaku bursa sebagai peluang atau sebagai ancaman ke depan berkaitan dengan prospek investasi yang akan dilakukannya. Oleh karena itu, *signaling effect* dihasilkan oleh informasi baru dari pengumuman laporan keuangan, dan bukan oleh sebuah *issue* yang terjadi (Penman, 2003).

Profit atau laba adalah indikator *future earning* dari sebuah investasi yang akan dilakukan saat ini. Oleh karena itu, laba sebagai indikator *future earning* dari sebuah investasi harus berkualitas dan akurat. Ketika para pengguna laporan keuangan, khususnya para pelaku bursa memandang laba perusahaan berkualitas dan berkelanjutan (*sustainable*), maka *expected dividend yield* tumbuh secara stasioner (Fama dan French, 2002). Kualitas laba dapat diukur dengan menggunakan indikator persistensi laba dan *smoothness* (Dechow dan Dichev, 2002; Francis, *et al*, 2004). Francis, *et al*, (2004), menyatakan bahwa atribut-atribut laba berbasis akuntansi dapat

digunakan sebagai indikator pengukur kualitas laba. Menurutnya, sedikitnya ada tiga atribut laba yang memberikan pengaruh kuat memberikan *signal* positif atas sebuah investasi, yaitu; *accruals quality*, *earnings persistence*, dan *smoothness*.

Kebijakan manajemen yang didasari oleh motivasi *opportunistic* cenderung melakukan manipulasi laba melalui berbagai macam dimensi, seperti; dimensi *earning opacity*, *earning aggressiveness*, *loss avoidance*, dan *earning smoothing* (Bhattacharya, *et al*, 2003). Motivasi *opportunistic* mendorong perilaku manajemen untuk menyajikan laporan laba secara *smooth*. Manajemen melakukan *smoothing* laba dengan harapan bahwa kompensasi yang diterima dapat memuaskan mereka, serta adanya jaminan kompensasi dalam jangka panjang. Kebijakan ini dilakukan untuk menjaga stabilitas laporan laba dari waktu ke waktu dengan harapan bahwa kinerja perusahaan dipandang *sustainable*.

Kebijakan manajemen yang didasari motivasi *signaling* berkaitan dengan kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan adalah dengan harapan bahwa kinerja perusahaan dapat memberikan *signal* positif terhadap adanya *return* dari suatu investasi. *Signal* ini akan membawa para pelaku bursa untuk melakukan investasi melalui pembelian saham perusahaan. Semakin banyak para pelaku bursa yang melakukan investasi pada perusahaan akan mendorong transaksi volume perdagangan sahamnya meningkat. Kondisi ini akan berdampak pada peningkatan harga pasar saham perusahaan atau peningkatan nilai perusahaan.

2.2 Faktor Fundamental

Seperti telah dijelaskan di atas, bahwa telaah pustaka membahas tentang teori-teori ekonomi dan keuangan yang digunakan agar mendapatkan arah yang tepat untuk menyusun landasan teori sebagai dasar dalam perumusan proposisi, teoritikal dasar dan empirik serta pengembangan hipotesis. Variabel yang digunakan dalam penelitian akan dijelaskan berdasarkan pada teori ekonomi dan keuangan yang mendasari variabel tersebut berhubungan dengan variabel lainnya. Saling keterkaitan dalam hubungan antar variabel yang digunakan dalam penelitian akan membentuk suatu model, yang selanjutnya model tersebut digunakan sebagai model dasar penelitian atau model konseptual penelitian (*grand theoretical model*).

Analisis terhadap harga saham dapat dilakukan dengan dua macam pendekatan, yaitu pendekatan fundamental dan pendekatan teknikal. Pendekatan fundamental dilakukan dengan mengidentifikasi faktor-faktor mendasar yang dapat mempengaruhi harga saham. Sedangkan pendekatan teknikal lebih menekankan pada aspek teknis (matematis) dan psikologis yang dapat mempengaruhi harga saham, yaitu dengan menggunakan data pasar yang dipublikasikan, seperti; harga saham, volume perdagangan saham, indeks harga saham baik gabungan maupun individu, serta faktor-faktor lain yang bersifat teknis. Penelitian ini mengasumsikan bahwa para pemodal atau investor adalah rasional, sehingga aspek fundamental menjadi dasar penilaian (*basic valuation*) yang utama.

Faktor fundamental merupakan faktor yang berada di luar pasar modal yang akan mempengaruhi harga saham di masa mendatang. Analisis terhadap harga saham dengan mendasarkan pada faktor-faktor fundamental berlandaskan prinsip bahwa sebab mendasar yang menimbulkan gerak harga saham adalah antisipasi tentang perubahan dalam pendapatan/laba (Mike, 1997). Perusahaan yang menghasilkan laba tinggi dan stabil akan mendapatkan respon positif dari investor, dan investor bersedia membayar sahamnya dengan harga yang lebih tinggi.

Faktor-faktor fundamental sangat luas dan kompleks, tidak hanya meliputi kondisi-kondisi internal perusahaan (*basic financial*), tetapi juga meliputi kondisi-kondisi eksternal perusahaan (*basic economic*). Hal-hal yang termasuk dalam analisis fundamental antara lain; analisis ekonomi dan industri, penilaian perusahaan secara individu dengan menggunakan model penilaian dividend dan model penilaian pendapatan/laba, atau model penilaian kekayaan (asset), serta analisa laporan keuangan seperti analisis *trend* dan analisis rasio (Mike, 1997).

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka faktor fundamental dapat dibedakan menjadi faktor fundamental makro dan faktor fundamental mikro. Faktor fundamental makro merupakan faktor fundamental negara, disebut juga faktor eksternal perusahaan. Faktor ini sangat luas cakupannya, namun dalam analisis harga saham yang lazim digunakan adalah faktor fundamental makroekonomi, yang dalam penelitian ini menggunakan indikator inflasi, tingkat bunga kurs dan pertumbuhan ekonomi. Perubahan-perubahan yang terjadi pada faktor makroekonomi

(inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) akan berpengaruh terhadap risiko pasar atau risiko sistematis (Brigham dan Houston, 1998). Demikian juga faktor fundamental mikro yang merupakan faktor fundamental perusahaan, sangat luas cakupannya, dan dalam penelitian ini dibedakan menjadi faktor kebijakan perusahaan dan faktor kinerja perusahaan. Indikator faktor kebijakan perusahaan diproksi dengan insentif manajer, *capital expenditure* dan *leverage* keuangan, sedangkan indikator dari faktor kinerja perusahaan diproksi dengan *return on asset (ROA)*.

Menurut Francis (1988), analisis terhadap harga saham dengan analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dengan mengestimasi nilai dari faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa mendatang, dan menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Oleh karena itu, analisis fundamental memfokuskan pada usaha-usaha untuk mengetahui harga saham dimasa mendatang dengan mendasarkan pada kondisi fundamental perusahaan yang pada gilirannya juga dipengaruhi oleh kondisi-kondisi ekonomi pada umumnya.

2.2.1 Faktor Fundamental Makro

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa harga saham di pasar modal secara umum dipengaruhi oleh faktor-faktor fundamental, yang dapat dikelompokkan dalam faktor fundamental makro dan faktor fundamental mikro. Faktor fundamental makro berasal dari luar perusahaan, seperti; faktor ekonomi, lingkungan, politik, hukum,

sosial, budaya, keamanan, pendidikan, dll. Faktor-faktor ini tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan namun pengaruhnya sangat besar jika terjadi perubahan. Para analis maupun pelaku pasar modal pada umumnya menekankan analisis faktor fundamental makro pada faktor fundamental makroekonomi, karena faktor makroekonomi menyentuh langsung dan lebih terukur, yaitu melalui indikator inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

Kondisi makroekonomi, seperti: inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi mendapat perhatian yang serius dari para analis maupun pelaku pasar modal. Para pelaku pasar modal sebagai investor sebelum memutuskan investasi apa yang akan diambil, terlebih dulu akan melihat prediksi pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Hal ini disebabkan karena mereka tahu bahwa tumbuh kembangnya investasi sangat ditentukan oleh volatilitas pada inflasi, tingkat bunga, dan kurs serta prospek pertumbuhan ekonomi dimasa datang. Volatilitas inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi dapat berpotensi untuk meningkatkan ataupun menurunkan risiko sistematis atau risiko pasar, karena pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi berada diluar kendali perusahaan, dan semua perusahaan akan terkena dampaknya.

Teori ekonomi menyatakan bahwa, pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan investasi di sektor riil, dan ini akan berdampak pengaruhnya pada kinerja pasar modal, dimana investasi di pasar modal menjadi lebih berisiko jika volatilitas

pergerakannya tinggi. Meskipun setiap perusahaan mengalami dampak yang berbeda dari pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, namun pada umumnya setiap perusahaan akan merasakannya.

Tinggi rendah resiko bagi perusahaan sebagai dampak dari perubahan kondisi ekonomi makro sangat bergantung pada kondisi internal perusahaan. Perusahaan yang sehat secara finansial mungkin dampaknya tidak begitu besar, akan tetapi bagi perusahaan yang kurang sehat kondisi keuangannya bisa terjadi sebaliknya. Perusahaan menjadi sulit bergerak mengembangkan usahanya, sehingga kinerjanya akan menurun. Jika sudah demikian, maka sulit bagi manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham.

Pertumbuhan ekonomi sebagai variabel dari faktor makroekonomi merupakan variabel eksternal yang sebenarnya merupakan variabel *outcome*, karena variabel ini akibat dari kebijakan pemerintah melalui kebijakan fiskal maupun kebijakan moneter untuk mengendalikan uang yang beredar. Oleh karena itu, kebijakan fiskal maupun kebijakan moneter dilakukan dengan tujuan untuk menstabilkan kegiatan ekonomi. Menurut Sadono (2000), kebijakan fiskal dapat dijalankan dengan melakukan perubahan dalam pengeluaran pemerintah dan perubahan dalam pajak yang dipungut, sedangkan kebijakan moneter dapat dilakukan dengan mempengaruhi tingkat suku bunga dan mempengaruhi penawaran uang.

Risiko sistematis atau risiko pasar juga merupakan variabel *outcome* dari faktor kondisi makroekonomi yang bersifat *uncontrollable*. Kondisi makroekonomi

merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan, karena faktor ini merupakan bagian dari kondisi yang disebabkan oleh kondisi faktor eksternal perusahaan seperti; stabilitas politik dan keamanan, hukum, sosial, budaya, pendidikan serta ketidakpastian lingkungan. Faktor ini banyak mewarnai kebijakan perusahaan, khususnya dalam masalah penggunaan dana eksternal. Ketidak stabilan faktor-faktor eksternal akan menyebabkan investasi menjadi lebih berisiko, dan hal ini akan berdampak pada penurunan kinerja pasar modal.

Kinerja makroekonomi mempunyai implikasi yang sangat luas, antara lain terhadap kebijakan perusahaan, kinerja pasar modal dan kinerja mikro ekonomi. Kinerja perusahaan (*ROA*) sebagai unsur dari variabel fundamental mikro (internal mikro) yang berasal dari dalam perusahaan akan terkena dampaknya secara langsung, karena kinerja perusahaan adalah merupakan hasil dari implementasi kebijakan perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan dapat merupakan variabel *intervening* yang dapat memediasi variabel makroekonomi maupun kebijakan perusahaan dalam mempengaruhi harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Seperti dijelaskan sebelumnya, bahwa risiko yang ditimbulkan dari faktor-faktor fundamental makro disebut dengan risiko sistematis (*systematic risk*) atau risiko pasar. Sebagai pengukur risiko sistematis (*systematic risk*) digunakan *Beta* (β) pasar, yaitu *Beta* dari suatu sekuritas relatif terhadap risiko pasar (Jogiyanto, 2003). Penggunaan *Beta* pasar sebagai pengukur risiko dikarenakan bahwa *Beta* pasar mengukur respon dari masing-masing sekuritas terhadap pergerakan pasar. Jadi

fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas secara statistik mengikuti fluktuasi dari *return-return* pasar, sehingga karakteristik pasar akan menentukan nilai *Beta* masing-masing sekuritas.

Risiko sistematis berpotensi untuk mempengaruhi kinerja pasar modal, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Suatu perusahaan dengan *Beta* lebih besar dari 1 tergolong perusahaan yang berisiko tinggi, karena sedikit saja *return* pasar berubah, maka *return* sahamnya akan berubah lebih besar. Mengingat bahwa pada dasarnya investor adalah takut dengan risiko, maka investor akan mempertimbangkan untuk melakukan investasi pada perusahaan yang sahamnya memiliki *Beta* lebih kecil dari 1. Akibatnya sudah dapat diduga, bahwa harga pasar saham perusahaan tersebut akan mengalami penurunan.

Kinerja pasar modal dapat dilihat dari indeks harga saham gabungan (IHSG) yang menggambarkan harga-harga saham secara keseluruhan di pasar modal melalui transaksi perdagangan saham. Jika transaksi perdagangan saham menurun, maka volume dan nilai perdagangan saham juga turun, akibatnya IHSG juga turun. Kondisi seperti ini bagi para pemegang saham berarti dapat menurunkan ***capital gain*** dan dapat menyebabkan terjadinya ***capital loss*** di pasar modal. Kondisi yang demikian membuat manajer berpikir keras untuk mengeliminir menurunnya kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, yaitu dengan membuat kebijakan-kebijakan yang tepat berkaitan dengan operasional perusahaan, khususnya berkaitan dengan kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan pendistribusian laba (kebijakan

dividen). Oleh karena itu, kebijakan-kebijakan perusahaan tersebut tidak akan lepas dari faktor-faktor fundamental makro yang bersifat *uncontrollable*.

Beberapa penelitian sebelumnya yang berkenaan dengan masalah inflasi, tingkat bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi dan risiko sistematis telah banyak dilakukan, antara lain; penelitian yang dilakukan oleh Claude, *et al* (1996), Eduardus (1997), Suryanto (1998), Gudono (1999), Shin & Stulz (2000), Syahib (2000), Hutchinson (2001), Dewi (2001), Sudjono (2002), Anuchitworawong (2004), Ritter (2004), Coles, *et al* (2004), Siti (2004), Nieuwerburgh, *et al* (2005), Robiatul dan Ardi serta Dedi dan Riyatno (2007). Banyaknya penelitian-penelitian masalah tersebut menunjukkan bahwa persoalan faktor fundamental makro, khususnya faktor atau kondisi makroekonomi merupakan faktor yang sangat penting berkaitan dengan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Hasil penelitian dari Eduardus (1997), menemukan bahwa GDP dan inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan, dan tingkat bunga berpengaruh positif juga tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Sudjono (2002), menemukan bahwa nilai tukar (kurs) dan tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Suryanto (1998), menemukan bahwa kurs dollar US dan Yen Jepang berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG), sedangkan Robiatul dan Ardi (2006), menemukan bahwa kurs dan GDP berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *beta* saham.

Gudono (1999), yang melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta menemukan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Akan tetapi dari hasil penelitian Dewi (2001), menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Siti (2004), menemukan bahwa inflasi dan kurs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *beta* saham. Dedi dan Riyatno (2007), menemukan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis, dan tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Ritter (2004) dalam penelitiannya menemukan bahwa pertumbuhan *income per capita* berhubungan negative dengan *equity return*, dan pertumbuhan ekonomi di masa depan tidak relevan untuk memprediksi *equity return* di masa depan. Sedangkan Nieuwerburgh, *et al* (2005) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat hubungan antara perkembangan pasar modal dengan pertumbuhan ekonomi, kapitalisasi pasar modal menggerakkan pertumbuhan GDP namun hubungannya tidak begitu kuat.

Claude, *et al* (1996) yang melakukan penelitian tentang *economic risk* (termasuk kurs) pada negara berkembang dan negara maju menemukan bahwa di pasar modal negara berkembang, yaitu pasar modal yang baru muncul (*emerging market*), *economic risk* tidak ditemukan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Namun pada pasar modal di negara maju *economic risk* ditemukan berhubungan positif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian yang dilakukan oleh

Shin & Stulz (2000), menemukan bahwa perubahan *systematic risk* berhubungan positif dengan dengan perubahan q , perubahan *unsystematic risk* berhubungan negatif dengan q , dan perubahan *total risk* berhubungan negatif dengan dengan q . Penelitian yang dilakukan oleh Syahib (2000), menemukan bahwa *indeks beta (systematic risk)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *harga saham*. Anuchitworawong (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa baik sesudah (2000) maupun sebelum masa krisis (1996), *business risk* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*), sedangkan *financial risk* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*). Coles, *et al* (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa *firm risk* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock price volatility*.

2.2.2 Faktor Fundamental Mikro

Jika faktor fundamental makro berasal dari luar perusahaan, sehingga sering disebut sebagai faktor eksternal dan bersifat *uncontrollable*, maka faktor fundamental mikro berasal dari dalam perusahaan, sehingga sering disebut faktor internal dan bersifat *controllable*. Faktor fundamental mikro atau faktor fundamental perusahaan dapat berupa kebijakan maupun faktor fundamental yang diolah dari laporan keuangan perusahaan, seperti; *ROA*, *ROE*, *Residual Income*, *dividend payout ratio*, *PER*, *EVA*, *MVA* dll. Oleh karena itu, faktor funamental mikro, seperti dijelaskan di atas dalam penelitian ini dibedakan dalam kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan.

2.2.2.1 Kebijakan Perusahaan

Untuk memperlancar tugas dan pertanggungjawabnya, pihak *insider* sebagai manajer diberi wewenang dalam pengambilan keputusan-keputusan penting yang menyangkut operasional perusahaan. Weston dan Copeland (1992), dalam literatur keuangannya, menjelaskan bahwa manajer keuangan sebagai salah satu unsur manajer pembuat keputusan mempunyai fungsi pembuat keputusan dalam tiga area utama, yaitu; keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. Keputusan pendanaan, merupakan keputusan penting yang dibuat manajer sebagai kebijakan untuk menentukan sumber-sumber pembiayaan perusahaan. Keputusan investasi, merupakan keputusan penting yang dibuat manajer sebagai kebijakan untuk menentukan jumlah keseluruhan aktiva yang dibutuhkan perusahaan. Sedangkan kebijakan, merupakan keputusan penting yang dibuat manajer sebagai kebijakan untuk pendistribusian laba secara tepat dan efektif.

Sesuai dengan konsep yang dikembangkan oleh Weston dan Copeland (1992), maka kebijakan perusahaan dalam penelitian ini dapat diproksi dengan *leverage* keuangan, *capital expenditure*, dan insentif manajer. Jadi, kebijakan perusahaan merupakan konstruk variabel dari variabel insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan. Ketiga variabel dalam konstruk kebijakan perusahaan tersebut termasuk dalam tiga area utama keputusan manajemen, yaitu: keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen.

Leverage keuangan merupakan implementasi kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan masalah pendanaan, dan berkenaan dengan penggunaan hutang oleh perusahaan. Isu ini pertama kali di kemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958), yang kemudian dikenal dengan dalil Modigliani dan Miller, dimana Modigliani dan Miller pada waktu itu mengemukakan proposisi bahwa *leverage* tidak relevan dengan nilai perusahaan, sehingga penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan. Menitik pernyataan Modigliani dan Miller (1958) tersebut, maka kebijakan pendanaan dengan memilih utang sebagai sumber pembiayaan oleh manajer bukan merupakan solusi untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Namun pada perkembangan selanjutnya, Modigliani dan Miller (1963) merevisi asumsinya bahwa pajak perseroan membawa efek penghematan pajak, sehingga bagi perusahaan dengan kondisi yang identik sama, maka perusahaan yang menggunakan hutang akan membayar pajak lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Inilah efek penghematan pajak yang dimaksud, karena pajak dibayar setiap tahun dalam jangka waktu yang lama, sehingga nilai sekarang dari penghematan pajak merupakan selisih dari nilai perusahaan yang menggunakan utang dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Secara matematis formulasi nilai perusahaan yang menggunakan utang dapat di tuliskan sebagai berikut :

$$V_L = V_U + PV \text{ Penghematan Pajak} \quad 1)$$

dimana : V_L = Nilai perusahaan yang menggunakan hutang.

V_U = Nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

PV = *Present value*.

Capital expenditure merupakan implementasi dari kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan investasi, dan berkenaan dengan penggunaan dana untuk pembangunan pabrik, perbaikan atau pembelian mesin-mesin serta perlengkapan baru. Maksud dari kebijakan ini adalah untuk pengembangan usaha agar perusahaan berkembang lebih besar, yaitu dengan melakukan pembangunan pabrik, perbaikan atau pembelian mesin-mesin serta perlengkapan baru tersebut, diharapkan perusahaan akan dapat berkembang lebih cepat untuk meningkatkan kesejahteraan para pemilik. Pengeluaran biaya untuk *capital expenditure* baru akan mendatangkan hasil setelah beberapa tahun kemudian, artinya bahwa pengeluaran biaya ini tidak segera menghasilkan pendapatan. Oleh karena itu, diperlukan perhitungan yang cermat sebelum kebijakan ini dikeluarkan, karena apabila terjadi kesalahan akibatnya bisa sangat fatal, bukan kesejahteraan yang didapat melainkan sebaliknya.

Insentif manajer merupakan kompensasi yang diterima oleh manajer karena telah menjalankan tugas dan kewajibannya sesuai dengan keinginan pemilik. Agar manajer mau menjalankan perintah pemilik untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan keinginannya, maka manajer diberi kompensasi baik berupa gaji maupun non gaji. Pemberian insentif ini juga dimaksudkan untuk mengendalikan perilaku oportunistik manajer, sehingga kebijakan-kebijakan yang diambil adalah kebijakan yang berpihak atau menguntungkan bagi para pemilik, yaitu para pemegang saham.

Adanya insentif yang tinggi bagi manajer diharapkan akan memacu kinerjanya, sehingga kinerja perusahaan meningkat, demikian juga dengan nilai perusahaan.

Seperti dijelaskan dalam *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976), bahwa manajer sebagai pihak yang diberi amanat oleh pemilik modal untuk mengamankan modal yang diinvestasikannya dalam perusahaan, untuk itu manajer berhak atas gaji, bonus, insentif dan kompensasi lainnya karena menjalankan amanat termasuk mengambil keputusan-keputusan bisnis yang diharapkan terbaik bagi pemilik modal. Oleh karena itu, manajer bekerja untuk memaksimalkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham, dan karenanya manajer disebut sebagai agen.

Berkenaan dengan kebijakan perusahaan, beberapa penelitian telah dilakukan, seperti masalah investasi (*capital expenditure*), *leverage* keuangan, dan insentif manajer antara lain telah dilakukan oleh Aggarwal, *et al* (2003). Hasil penelitian Aggarwal, *et al* (2003), menemukan pengaruh yang positif antara investasi dan kinerja perusahaan. Coles, *et al* (2004), dalam penelitiannya menemukan *capital expenditure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock price volatility* (*vega*), sedangkan terhadap *CEO pay-performance volatility* (*delta*), *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan Harford & Li (2005), menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap *CEO-pay*. Penelitian lainnya dilakukan oleh Guo (2006), menemukan bahwa *stock bonus* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*. Pasternak & Rosenberg (2002), dalam penelitiannya menemukan investasi

berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap insentif, namun terhadap *Tobin's Q*, investasi berpengaruh positif dan signifikan, dan *leverage* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap investasi. Anuchitworawong (2004), dalam penelitiannya yang dilakukan menemukan bahwa sesudah masa krisis (2000), *capital expenditure* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*), demikian juga sebelum masa krisis (1996), *capital expenditure* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*). Penelitian yang dilakukan oleh Aivazian, *et al* (2005), menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap investasi.

Leverage keuangan menggambarkan adanya faktor penggunaan hutang didalam operasi perusahaan. Penelitian yang berkenaan dengan *leverage* keuangan antara lain telah dilakukan oleh Pasternak & Rosenberg (2002), yang dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *insentif*, *leverage* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *investasi*, dan *leverage* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *nilai perusahaan (Tobin's Q)*. Anuchitworawong (2004), melakukan penelitian di Thailand dengan membandingkan dua periode, yaitu periode sesudah masa krisis (2000) dan periode sebelum masa krisis (1996). Hasil temuannya adalah; sesudah masa krisis (2000), *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*)., Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Aivazian, *et al* (2005), yang menemukan bahwa *leverage*

berpengaruh negative dan signifikan terhadap investasi. Demikian juga dengan hasil penelitian dari Guo (2006), juga menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*. Akan tetapi temuan hasil penelitian tersebut berbeda dengan temuan hasil penelitian sebelum masa krisis (1996), bahwa ***leverage*** berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*). Sedangkan Uchida (2006), dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage (debt)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

Insentif manajer dapat diberikan dalam bentuk kas maupun non kas, dan dalam penelitian ini insentif manajer yang dimaksud adalah pemberian insentif kepada manajer dalam bentuk non kas, yaitu berupa saham atau yang dikenal dengan bonus saham (*stock bonus*). Seperti halnya penelitian pengeluaran modal (*capital expenditure*), maka penelitian yang berkenaan dengan insentif manajer juga telah banyak dilakukan sebelumnya. Hutchinson (2001), dalam penelitiannya menemukan *compensation incentives* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Pasternak & Rosenberg (2002), dalam penelitiannya menemukan ***leverage*** berpengaruh negative dan signifikan terhadap insentif. Insentif berpengaruh positif dan signifikan terhadap ***Tobin's Q***. Aggarwal, *et al* (2003), dalam penelitiannya menemukan investasi berpengaruh positif terhadap insentif.

2.2.2.2 Kinerja Perusahaan

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa kinerja perusahaan secara teoritis adalah merupakan hasil dari implementasi kebijakan perusahaan. Hasil dari

kebijakan-kebijakan tersebut, seperti *ROA* akan digunakan oleh para investor dan calon investor sebagai dasar dalam keputusannya untuk melakukan investasi, sehingga *ROA* akan memberikan gambaran kepada investor maupun calon investor sebagai prestasi kinerja perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka kinerja perusahaan disamping sebagai variabel yang berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, juga berperan sebagai variabel *intervening*, yaitu sebagai *mediasi* dari konstruk variabel kebijakan perusahaan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Artinya bahwa variabel-variabel dalam konstruk kebijakan perusahaan di dalam mempengaruhi nilai perusahaan dapat melalui kinerja perusahaan.

Penelitian yang berkenaan dengan kinerja perusahaan dengan proksi *ROA* telah banyak dilakukan. Jogiyanto dan Chendrawati (1999), dalam penelitiannya menemukan bahwa *ROA* berpengaruh signifikan terhadap *return saham*. Demikian juga hasil penelitian dari Syahib (2000), menunjukkan bahwa *ROA* berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga atau *return* saham. Penelitian yang dilakukan oleh Dodd & Chen (1996), juga menemukan bahwa *ROA* berkorelasi signifikan terhadap *stock return*, dan *ROA* sebagai pengukur kinerja perusahaan dianggap lebih baik dari *EVA*. Penelitian lainnya dilakukan oleh Biddle, Bauen & Wallace (1996), yang menemukan bahwa pengaruh *earning* terhadap *stock return* dan *firm value* lebih tinggi daripada *EVA*. Demikian juga penelitian dari Uchida (2006), menemukan

bahwa *ROA* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

2.3 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini. Masyarakat menilai dengan bersedia membeli saham perusahaan dengan harga tertentu sesuai dengan persepsi dan keyakinannya. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat, dan ini adalah tugas dari manajer sebagai agen yang telah diberi kepercayaan oleh para pemilik perusahaan untuk menjalankan perusahaannya.

Pengukuran nilai perusahaan dapat dilakukan dengan melihat perkembangan harga saham di pasar sekunder, jika harga saham meningkat berarti nilai perusahaan meningkat, karena nilai perusahaan sebenarnya adalah nilai pasar saham ditambah dengan nilai pasar obligasi atau utang jangka panjang. Peningkatan harga saham menunjukkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan baik, sehingga mereka mau membayar lebih tinggi, hal ini sesuai dengan harapan mereka untuk mendapatkan *return* yang tinggi pula.

Penelitian tentang nilai perusahaan dengan berbagai pendekatan telah banyak dilakukan sebelumnya, antara lain dilakukan oleh Mork, *et al* (1988), McConnel & Servaes (1990), Grant (1996), Dodd & Chen (1996), Biddle, Bauen and Wallace (1996), Mike (1997), Jogiyanto & Chendrawati (1999), Shin & Stulz (2000), Syahib (2000), Imam dan Irwansyah (2002), Pasternak & Rosenberg (2002), Coles, *et al* (2004), Aivazian, *et al* (2005), dan Uchida (2006) seperti telah dijelaskan sebelumnya.

Berdasarkan penjelasan-penjelasan dari beberapa hasil penelitian sebelumnya, menunjukkan bahwa kinerja perusahaan merupakan hasil dari suatu kebijakan-kebijakan manajer dalam mengelola perusahaan, dan penilaian terhadap kinerja perusahaan (*firm performance*) dimaksudkan untuk menilai dan mengevaluasi tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham. Pengukuran kinerja perusahaan merupakan suatu perhitungan tingkat efektivitas dan efisiensi suatu perusahaan dalam kurun waktu tertentu untuk mencapai hasil yang optimal.

Berkaitan dengan masalah kinerja perusahaan, maka kebijakan manajer akan sangat menentukan dalam mencapai hasil yang optimal. Sehingga manajer harus berhati-hati didalam mengambil kebijakan-kebijakan yang akan dilakukan, manajer harus dapat menentukan kebijakan yang secara efektif dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah yang utama dan harus dapat dicapai, karena ini merupakan amanat dari para pemilik perusahaan yang

tergabung dalam pemegang saham, yaitu meningkatkan kemakmuran dan kesejahteraan mereka.

Peningkatan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham akan dapat dicapai jika pihak manajemen mampu meningkatkan kinerjanya yaitu kinerja perusahaan, sebagai faktor fundamental mikro yang sering digunakan oleh investor atau calon investor sebagai dasar pengambilan keputusan dalam melakukan investasi. Kinerja perusahaan, untuk mengukurnya dapat digunakan dengan beberapa pendekatan, antara lain; **ROA, ROE, PER, Rasidual Income**, dan pendekatan yang lebih moderen **Economic Value Added (EVA)**.

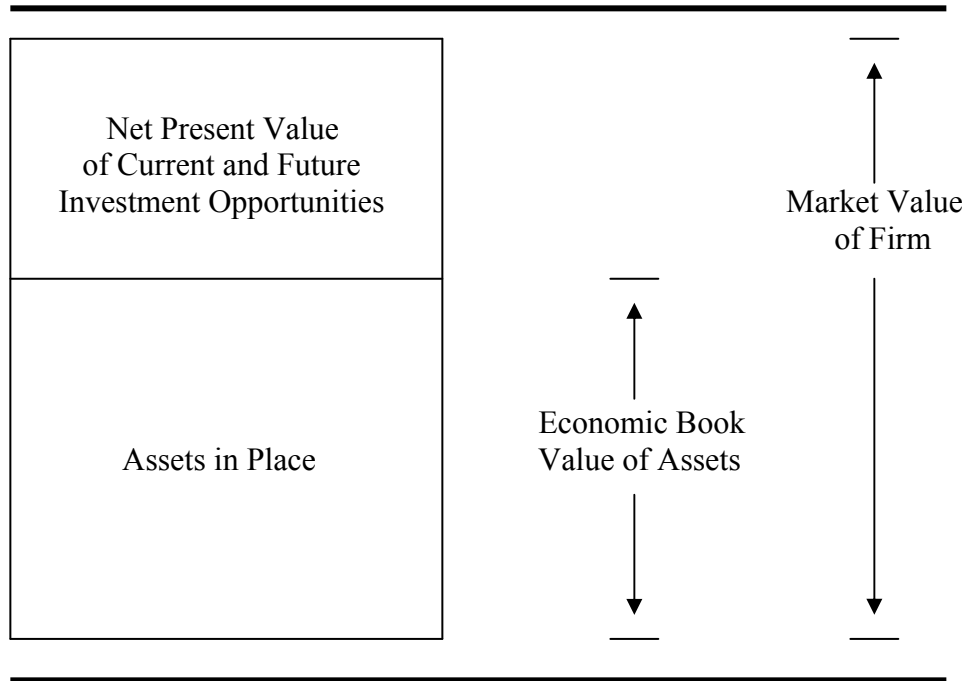
Pendekatan **EVA** atau **economic value added** dapat digunakan untuk mengukur penciptaan nilai perusahaan apabila perhitungan **EVA** tidak hanya pada periode masa kini, tetapi juga mencakup periode yang akan datang. Hal ini dikarenakan bahwa **EVA** pada suatu tahun tertentu menunjukkan besarnya penciptaan nilai pada waktu (tahun) tersebut. Sedangkan nilai perusahaan menunjukkan nilai sekarang dari total penciptaan nilai selama umur perusahaan tersebut, yaitu sejak perusahaan didirikan. Namun demikian, beberapa penelitian di pasar modal Indonesia menghasilkan temuan bahwa **EVA** tidak signifikan dengan *return* saham (Mike, 1997 dan Jogiyanto & Chendrawati, 1999). Hal ini disebabkan kemungkinan investor di pasar modal Indonesia kurang mendasarkan **sell-buy decision**-nya pada pendekatan fundamental (Mike, 1997). Jadi harga saham di pasar modal Indonesia lebih cenderung ditentukan oleh faktor-faktor lain, seperti; sentiment pasar, spekulasi, dan

sebagainya. Bahkan yang terjadi *ROA* masih dianggap sebagai pengukur kinerja perusahaan yang lebih baik dari EVA (Dodd & Chen, 1996; Biddle, Bauen & Wallace, 1996; Mike, 1997; dan Jogiyanto & Chendrawati, 1999). Oleh karena itu, dalam penelitian ini akan digunakan *ROA* sebagai pengukur kinerja perusahaan dalam hubungannya dengan peningkatan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan dapat juga diukur dengan menjumlahkan nilai pasar obligasi atau utang jangka panjang dengan nilai pasar saham. Nilai pasar obligasi relatif stabil, sedangkan nilai pasar saham sangat fluktuatif, karena harga pasar saham bergerak sepanjang waktu. Nilai perusahaan dapat diproksi dengan *Tobin's Q* dan diukur dengan menghitung rasio *total market value of the firm* dengan *replacement costs of assets* (Clay, 2001). Shin dan Stulz (2000), merumuskan secara terperinci bahwa *q* adalah merupakan nilai pasar modal sendiri (*market value of equity*) *E*, ditambah hutang (*debt*) *D*, dibagi dengan *assets* (*A*), atau $(E + D)/A$.

Bacidore, *et al* (1997), mengilustrasikan komponen nilai perusahaan seperti terlihat dalam Gambar 2-3 berikut ini.

Gambar 2-3
Komponen Nilai Perusahaan



Sumber: Bacidore, *et al* 1997, *Financial Analysis Journal* – May/June 1997.

Berdasarkan pada ilustrasi pada Gambar 2-3 tersebut terlihat bahwa komponen nilai perusahaan terdiri dari asset-asset fisik yang ditempatkan, seperti: pabrik dan perlengkapan, *real estate*, modal kerja, dan sebagainya, dan nilai sekarang dari kesempatan investasi perusahaan pada saat ini dan yang akan datang. Oleh karena itu, total nilai perusahaan adalah merupakan penjumlahan dari kedua komponen tersebut. Aspek penting dengan meningkatnya nilai perusahaan atau harga saham adalah diperolehnya ***capital gain*** bagi para pelaku perdagangan saham, dan meningkatnya nilai pasar (*market value added*) perusahaan.

2.4 Proposisi dan Pengembangan Model Teoritikal Dasar Penelitian

Untuk mempermudah pemahaman terhadap alur teori yang digunakan, maka dalam pengembangan proposisi dan model teoritikal dasar penelitian akan dijelaskan untuk masing-masing konstruk dan variabel penelitian.

2.4.1 Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Konsep dasar pemikiran keterhubungan faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan adalah bahwa kinerja perusahaan sebagai unsur dari faktor fundamental mikro atau faktor fundamental perusahaan, dan nilai perusahaan tidak akan terlepas dari kondisi makroekonomi dan risiko sistematis. Sedangkan risiko sistematis merupakan risiko yang diakibatkan oleh perubahan-perubahan faktor makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi). Faktor ini sangat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan disamping sebagai variabel yang dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan risiko sistematis juga merupakan variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan, variabel ini berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan nilai perusahaan.

2.4.1.1 Faktor Fundamental Makroekonomi

Faktor fundamental makro merupakan faktor lingkungan yang berasal dari luar perusahaan atau faktor eksternal. Faktor ini keberadaannya tidak ada kaitannya langsung dengan kegiatan operasional perusahaan, namun menjadi sangat mendasar

didalam mempengaruhi kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. David (2003), membagi lingkungan eksternal menjadi lima kekuatan eksternal kunci, yaitu : kekuatan ekonomi; kekuatan sosial, budaya, demografi, dan lingkungan; kekuatan politik, pemerintahan dan hukum; kekuatan teknologi; dan kekuatan persaingan.

Penelitian ini menekankan lingkungan eksternal pada kekuatan ekonomi atau sering juga disebut faktor ekonomi. Hal ini disebabkan karena faktor ekonomi merupakan titik sentral kegiatan investasi, artinya bahwa hampir setiap keputusan investasi didasarkan pada proyeksi kondisi ekonomi, seperti: kondisi inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Disamping itu juga faktor ekonomi merupakan faktor eksternal yang paling dekat keterkaitannya dengan kegiatan operasional perusahaan. Hampir setiap persoalan yang timbul didalam perusahaan yang berhubungan dengan faktor eksternal dinilai penyebabnya adalah faktor ekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi).

Kekuatan-kekuatan eksternal ini terus berkembang dan saling berinteraksi yang selanjutnya kekuatan-kekuatan ini akan menimbulkan risiko pasar atau risiko sistematis (Brigham dan Houston, 1998). Selanjutnya kekuatan-kekuatan ini akan berpengaruh terhadap kegiatan operasional perusahaan. Faktor ekonomi dan risiko sistematis sebagai faktor kekuatan eksternal adalah yang paling mendapatkan perhatian dari para investor dan calon investor, karena faktor ini bersentuhan langsung dengan kegiatan perusahaan. Seperti telah dijelaskan di atas, bahwa

indikator dari faktor ekonomi yang sering digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan baik investor, calon investor maupun perusahaan adalah inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

Konstruk dari faktor fundamental makroekonomi akan dilihat dari peranannya didalam mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung, yaitu melalui risiko yang ditimbulkan. Kondisi yang tidak menentu dari inflasi, tingkat bunga, dan kurs akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi tidak menentu dan juga dapat menimbulkan risiko yang lebih besar terhadap investasi maupun kegiatan operasional perusahaan. Oleh karena itu, manajemen risiko pada *level* organisasional menjadi sangat penting sebagai kunci agar perusahaan tetap hidup dalam jangka panjang (*survival*). Ada pengakuan yang terus berkembang bahwa pengkoordinasian dan pendanaan seluruh segi resiko organisasi secara efektif adalah penting untuk memaksimalkan keberhasilan perusahaan, yang diukur dengan nilai saham (*share-holder value*) atau, pada perusahaan yang ***non profit motif*** seperti, pendidikan atau lembaga pemerintah, diukur dengan jarak kualitas pelayanan yang disediakan (Busman & Zuiden, 1998).

Oxelheim and Wihlborg (1997), menyatakan bawa konsep risiko secara umum mengacu pada besarnya dan kemungkinan dari perubahan yang tidak dapat diantisipasi yang mempunyai pengaruh pada aliran kas, profitabilitas dan nilai perusahaan. Selanjutnya, faktor risiko ini dapat diklasifikasikan lebih luas kedalam beberapa kategori, yaitu risiko ekonomi (*economic risk*), risiko bisnis (*business risk*),

risiko tingkat bunga (*interest rate risk*), risiko kredit (*credit risk*), ***legal risk***, ***counter-party risk***, dan risiko pasar (*market risk*).

Model konsep risiko yang dikembangkan oleh Markowitz (1952) adalah konsep dari risiko portofolio. Pada dasarnya investor tidak menyukai risiko sehingga mereka dalam melakukan investasi akan menyeleksi sekuritas didasarkan pada maksimalisasi risiko dan pengembalian, sesuai dengan nilai pengembalian yang diharapkan pada tingkat risiko tertentu. Markowitz (1952), dalam modelnya membedakan risiko menjadi risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) dan risiko sistematis (*systematic risk*). Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966) memfokuskan pada risiko sistematis (β) untuk mengembangkan model dari teori portofolio Markowitz (1952). Pengembangannya disebut ***Capital Assets Pricing Model (CAPM)***. Di dalam ***Capital Assets Pricing Model (CAPM)*** hanya risiko sistematis (β) yang relevan untuk menentukan tingkat pengembalian (*return*) saham-saham (sekuritas) individu. Semakin tinggi risiko sekuritas individu, semakin besar tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) oleh investor.

Risiko tidak sistimatis (*unsystematic risk*) merupakan risiko yang berhubungan dengan kejadian acak, disebabkan karena kegiatan-kegiatan dari dalam perusahaan, seperti; perkara hukum, pemogokan, program pemasaran yang sukses dan tidak sukses, kalah atau menang kontrak, serta kejadian-kejadian unik lainnya. Risiko ini dapat dieliminasi dengan diversifikasi, yaitu dengan memiliki beberapa sekuritas tunggal kedalam bentuk portofolio. Sedangkan risiko sistematis (*systematic*

risk) atau juga disebut risiko pasar, merupakan risiko yang berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan, seperti; perang, bencana alam, inflasi, resesi, perubahan kurs, dan suku bunga yang tinggi (Markowitz (1952)). Risiko ini tidak dapat dieliminasi dengan diversifikasi, risiko ini tetap ada setelah didiversifikasi karena risiko ini melekat dalam pasar, sehingga risiko ini sering disebut sebagai risiko pasar. Jumlah keseluruhan risiko tersebut dikenal dengan total risiko (*total risk*), sehingga ***total risk*** merupakan ***systematic risk*** plus ***unsystematic risk***.

Risiko tidak dapat dihindari, karena jika kita menghindari risiko, maka tidak akan terjadi aktivitas, sehingga kita tidak akan mendapat apa-apa. Risiko hanya dapat dikurangi atau ditekan, yaitu dengan *manage* risiko melalui manajemen risiko. Di dalam *manage* risiko investasi di pasar modal, risiko dapat dikurangi dengan menggabungkan beberapa sekuritas tunggal ke dalam bentuk portofolio (Markowitz, 1952). Penelitian ini, akan menggunakan konsep risiko pasar atau yang dikenal dengan risiko sistematis (*systematic risk*), dimana inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi sebagai indikator ekonomi sangat berpengaruh terhadap perubahan risiko ini.

Beberapa studi empirik dari hasil penelitian mencoba untuk menggunakan variabel akuntansi untuk menjelaskan tingkat risiko sistematis. Studi yang berbeda menghasilkan ketidak konsistenan dan beberapa dari mereka mendapatkan masalah *multicollinearity*, yang berarti terjadi hubungan yang kuat diantara variabel-variabel

independen dalam penelitian. Penelitian yang dilakukan oleh Hamada (1972), Rubinstein (1973), Lev (1974), Mandelker dan Rhee (1984), dan Ho, *et al* (2004), menggunakan beberapa variabel akuntansi kedalam risiko sistematis perusahaan. Namun dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan *Beta* pasar untuk mengukur risiko sistematis (*systematic risk*), dengan pertimbangan bahwa interaksi pasar sangat menentukan *return* saham perusahaan.

Risiko sistematis (*systematic risk*) tidak dapat dikendalikan oleh manajemen karena disebabkan faktor eksternal perusahaan. Inflasi, tingkat bunga, dan kurs adalah faktor-faktor makroekonomi yang akan berpengaruh langsung terhadap biaya operasi variabel, biaya operasi tetap, biaya bunga dan pajak. Inflasi akan menentukan biaya operasi variabel dan biaya operasi tunai, inflasi yang tinggi akan menyebabkan naiknya harga bahan baku maupun bahan-bahan lain yang diperlukan untuk proses produksi. Tingkat bunga akan menentukan besarnya biaya bunga, semakin tinggi tingkat bunga semakin tinggi biaya bunga yang harus dibayar perusahaan. Sedangkan kurs valuta asing (dollar US) juga dapat menentukan biaya-biaya bahan menjadi lebih tinggi, terutama jika bahan-bahan yang digunakan dalam proses produksi merupakan bahan-bahan yang diimpor dari luar negeri.

Disamping ke tiga faktor tersebut, maka pertumbuhan ekonomi juga merupakan faktor yang dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis. Pertumbuhan ekonomi merupakan *variable outcome* yang dihasilkan atau dihitung dari perkembangan data PDB, yang mengukur pendapatan total setiap orang

dalam perkonomian (Mankiw 2003), juga berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis (*systematic risk*). Hal ini disebabkan karena pertumbuhan ekonomi akan menentukan daya beli masyarakat yang tercermin dari meningkatnya penghasilan mereka.

(1) Inflasi

Inflasi merupakan faktor fundamental makro dari indikator makroekonomi yang menggambarkan kondisi ekonomi yang kurang sehat, karena harga-harga barang secara umum meningkat sehingga melemahkan daya beli masyarakat. Harga barang-barang akan selalu mengalami suatu perubahan, biasanya berupa kenaikan. Namun jika kenaikan itu hanya terjadi pada satu atau dua barang saja tidak dapat disebut sebagai inflasi. Perubahan yang berupa kenaikan harga barang-barang secara umum dan berlangsung terus menerus, dalam istilah ekonomi disebut dengan inflasi (Sadono, 2000).

Jika kita berbicara tentang inflasi, maka yang diperhatikan bukanlah perubahan harga-harga dari berbagai barang, akan tetapi perubahan rata-rata yang berlaku. Dimana besarnya nilai atau tingkat inflasi menggambarkan, dalam satu periode tertentu (tahunan, bulanan) secara rata-rata kenaikan harga-harga dalam perekonomian (Sadono, 2000). Oleh karena itu, semakin tinggi inflasi secara rata-rata kenaikan harga barang-barang semakin tinggi, dan kondisi seperti ini akan menurunkan kegiatan investasi.

Kenaikan harga-harga yang tinggi akan menyebabkan inflasi tinggi, kondisi ini akan berpengaruh terhadap kenaikan biaya produksi. Biaya produksi yang tinggi akan menyebabkan harga jual barang-barang produksi naik, dan hal ini akan menurunkan daya beli masyarakat karena pendapatan riil masyarakat juga menurun. Menurunnya daya beli masyarakat mengakibatkan menurunnya penjualan perusahaan, dan menurunnya penjualan perusahaan akan menurunkan keuntungan perusahaan. Jika keuntungan perusahaan menurun, maka dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan juga menurun.

Jadi, akibat yang terjadi dengan tingginya inflasi adalah penurunan kinerja perusahaan, karena sektor riil tidak berkembang, investasi menjadi lambat, dan PHK terjadi dimana-mana, karena perusahaan tidak lagi mampu membayar biaya tenaga kerja akibat dari penurunan penjualan, sehingga terjadilah banyak pengangguran. Menurunnya keuntungan perusahaan dapat mempengaruhi harga saham, karena investor akan memilih investasi yang mampu memberikan keuntungan yang lebih tinggi. Akibatnya, jika harga saham menurun, maka nilai perusahaan juga mengalami penurunan.

Penurunan harga saham terjadi sesuai dengan hukum permintaan dalam teori ekonomi, semakin sedikit jumlah barang yang diminta, semakin rendah harga. Investor dan calon investor enggan membeli saham perusahaan, karena *expected return*-nya rendah akibat dari menurunnya keuntungan perusahaan. Hal ini dapat mengakibatkan harga saham perusahaan menurun.

Beberapa penelitian tentang inflasi telah dilakukan antara lain, penelitian yang dilakukan oleh Eduardus (1997), Gudono (1999), Sundari (2001), dan Siti (2004). Eduardus (1997), menemukan bahwa inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *systematic risk*. Gudono (1999), menemukan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Dewi (2001), menemukan bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Harga Saham sektor properti. Sedangkan Siti (2004), menemukan bahwa inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *beta* saham.

(2) Tingkat Bunga

Indikator faktor fundamental makro yang kedua dari kondisi makroekonomi adalah tingkat bunga. Tingkat bunga sering digunakan sebagai ukuran pendapatan yang diperoleh oleh para pemilik modal, tingkat bunga ini disebut dengan bunga simpanan atau bunga investasi. Demikian juga, tingkat bunga digunakan sebagai ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan perusahaan untuk menggunakan dana dari para pemilik modal, ini disebut dengan bunga pinjaman (Iswardono, 1999). Oleh karena itu, maka tingkat bunga sebenarnya merupakan harga yang bersedia untuk dibayar oleh masyarakat yang membutuhkan uang, dan ini terjadi di pasar uang dan pasar modal.

Menurut teori kuantitas sebab utama timbulnya inflasi adalah kelebihan permintaan yang disebabkan karena penambahan jumlah uang yang beredar. Bertambahnya uang yang beredar tanpa diimbangi dengan bertambahnya jumlah

barang yang ditawarkan menyebabkan harga barang-barang menjadi tinggi. Sebagai akibatnya, nilai uang merosot, dan masyarakat tidak tertarik untuk menyimpan uang, masyarakat lebih suka menyimpan barang. Untuk menarik agar masyarakat bersedia menyimpan uang, maka pemerintah menaikkan tingkat bunga, sehingga tingkat bunga menjadi tinggi.

Naiknya tingkat bunga akan mendorong masyarakat untuk menabung, dan malas untuk berinvestasi di sektor riil. Kenaikkan tingkat bunga juga akan ditanggung oleh investor, yaitu berupa kenaikan biaya bunga bagi perusahaan. Masyarakat tidak mau berisiko melakukan investasi dengan biaya tinggi, akibatnya investasi menjadi tidak berkembang. Perusahaan banyak mengalami kesulitan untuk mempertahankan hidupnya, dan ini menyebabkan kinerja perusahaan menurun. Menurunnya kinerja perusahaan dapat berakibat pada penurunan harga saham, dengan menurunnya harga saham, berarti nilai perusahaan juga menurun.

Beberapa penelitian masalah tingkat bunga telah dilakukan, antara lain oleh Solnik (1996), Eduardus (1997), Suryanto (1998), Dewi (2001), Sudjono (2002), dan Dedi dan Riyatno (2007). Hasil penelitian Solnik (1996), menemukan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara *return* saham dengan tingkat suku bunga. Eduardus (1997), menemukan bahwa *interest rate* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *systematic risk*. Suryanto (1998), dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat bunga deposito dollar US, Singapura dan Yen Jepang berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Demikian juga Dewi (2001),

menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap Indeks Harga Saham sektor properti. Sedangkan Sudjono (2002), dalam penelitiannya menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham. Namun Dedi dan Riyatno (2007), menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

(3) Kurs

Kurs merupakan harga atau nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing. Para pelaku dalam pasar internasional amat peduli terhadap penentuan kurs valuta asing (valas), karena kurs valas akan mempengaruhi biaya dan manfaat ”bermain” dalam perdagangan barang, jasa dan surat berharga (Mudrajad, 1996). Faktor-faktor fundamental yang diduga kuat berpengaruh kuat terhadap kurs valas adalah jumlah uang beredar, pendapatan riil relatif, harga relatif, perbedaan inflasi, perbedaan suku bunga, dan permintaan serta penawaran asset di kedua negara.

Gustav Cassel, seorang ekonom berkebangsaan Swedia pada tahun 1918 memperkenalkan teori *Purchasing Power Parity* (PPP) atau di Indonesia dikenal dengan teori Paritas Daya Beli, teori *Interest Rate Parity* (IRP), dan teori *International Fisher Parity* (IFE). *Purchasing Power Parity* (PPP) menghubungkan kurs valas dengan harga-harga komoditi dalam mata uang lokal di pasar internasional, yaitu bahwa kurs valas akan cenderung menurun dalam proporsi yang sama dengan laju kenaikan harga (Baillie and McMahon, 1990). Menurunnya kurs karena laju kenaikan harga membuat biaya produksi naik, terutama pada perusahaan yang

menggunakan bahan baku impor. Akibatnya, daya saing perusahaan-perusahaan tersebut menurun, karena perusahaan harus menjual produknya dengan harga yang lebih tinggi.

Teori PPP (*Purchasing Power Parity*), juga menjelaskan bahwa kurs *spot* suatu valas akan berubah sebagai reaksi terhadap perbedaan inflasi antara 2 negara. Akibatnya, daya beli seorang konsumen ketika membeli barang di negaranya sendiri akan sama dengan daya beli ketika mengimpor barang dari negara lain (Mudrajad, 1996). Teori IRP (*Interest Rate Parity*), kurs *forward* suatu mata uang yang mengandung premi (atau diskon) ditentukan oleh perbedaan suku bunga antara dua negara. Akibatnya, arbitrase suku bunga yang ditutup (*covered interest arbitrage*) akan jauh lebih menguntungkan dibanding suku bunga domestik (Mudrajad, 1996). Demikian juga menurut teori IFE (*International Fisher Parity*), kurs spot mata uang akan berubah sesuai dengan perbedaan suku bunga antara 2 negara. Akibatnya, rata-rata keuntungan dari sekuritas pasar uang internasional yang tidak ditutup akan tidak lebih dari keuntungan yang diperoleh dari sekuritas pasar uang domestik, terutama dari sudut pandang investor di negara asal (Mudrajad, 1996).

Ke tiga teori tersebut di atas, yaitu teori PPP, IRP dan IFE menjelaskan hubungan antara inflasi, tingkat bunga dan kurs. Jadi menurut teori tersebut perbedaan inflasi dan tingkat suku bunga antara 2 negara akan mempengaruhi perubahan kurs. Sehingga seperti halnya inflasi dan tingkat bunga, maka perubahan

kurs juga searah dengan risiko sistematis dan berlawanan atau negatif terhadap kinerja perusahaan serta harga saham atau nilai perusahaan.

Beberapa penelitian tentang kurs telah dilakukan, antara lain oleh Claude, *et al* (1996), Suryanto (1998), Sudjono (2002), Siti (2004), Robiatul dan Ardi (2006), dan Dedi dan Riyatno (2007). Hasil penelitian dari Claude, *et al* (1996), menemukan bahwa *economic risk* (termasuk kurs) berhubungan positif dengan *return* saham di pasar modal negara maju, sedangkan di pasar modal baru pada negara berkembang, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan antara *economic risk* (termasuk kurs) terhadap *return* saham. Suryanto (1998), dalam penelitiannya menemukan bahwa kurs dollar US, dollar Singapura dan Poundsterling berpengaruh signifikan terhadap harga saham (IHSG). Penelitian Sudjono (2002), menemukan bahwa nilai tukar uang (kurs) berhubungan negatif dengan harga saham. Siti (2004), menemukan bahwa kurs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap terhadap beta saham. Sedangkan hasil penelitian dari Robiatul (2006), menemukan bahwa kurs berpengaruh negative dan signifikan terhadap *beta* saham. Namun dari hasil penelitian Dedi dan Riyatno (2007), menemukan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.

(4) Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi menggambarkan standar materi kehidupan yang meningkat sepanjang waktu (satu tahun) bagi kehidupan orang-orang dalam suatu negara yang berasal dari peningkatan pendapatan, sehingga memungkinkan orang-

orang mengkonsumsi jumlah barang dan jasa yang lebih banyak dan beragam (Mankiw, 2003). Untuk mengukur pertumbuhan ekonomi, para ekonom menggunakan data *gross domestic product* (GDP), yang mengukur pendapatan total setiap orang dalam perekonomian. *Gross domestic product* (GDP) sering dianggap sebagai ukuran yang paling baik dari kinerja perekonomian.

Tujuan GDP adalah meringkas aktivitas ekonomi dalam nilai uang tunggal selama periode waktu tertentu (Mankiw, 2003). Untuk melihat statistik GDP ada dua cara, yaitu; (1) GDP sebagai pendapatan total dari setiap orang di dalam perekonomian, (2) GDP sebagai pengeluaran total atas *output* barang dan jasa perekonomian. Jadi, dari cara pandang yang kedua, maka jelaslah bahwa GDP merupakan cerminan dari kinerja perekonomian.

Komponen-komponen GDP dalam pos pendapatan nasional dibagi menjadi empat kelompok pengeluaran, yaitu; konsumsi, investasi, pembelian pemerintah, dan ekspor neto. Konsumsi terdiri dari barang dan jasa yang dibeli rumah tangga, investasi terdiri dari barang-barang yang dibeli untuk penggunaan masa depan, pembelian pemerintah merupakan barang dan jasa yang dibeli oleh pemerintah pusat dan daerah, serta ekspor neto merupakan nilai barang dan jasa yang diekspor ke negara lain dikurangi nilai barang dan jasa yang diimpor dari negara lain.

Mengingat bahwa pertumbuhan ekonomi diukur dengan pertumbuhan GDP, maka inflasi, tingkat bunga dan kurs adalah dominan dalam mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Inflasi, tingkat bunga, dan kurs akan mempengaruhi konsumsi

investasi, pembelian pemerintah dan ekspor neto. Inflasi dan tingkat bunga merepresentasikan sektor riil, dan kurs mereresentasikan sektor luar negeri. Oleh karena itu, dalam penelitian ini pertumbuhan ekonomi sebagai indikator ekonomi merupakan variabel *outcome* dari inflasi, tingkat bunga, dan kurs. Seperti halnya indikator ekonomi yang lain, maka pertumbuhan ekonomi juga dapat digunakan sebagai *signal* ada tidaknya perbaikan kinerja ekonomi yang dapat berpengaruh terhadap kinerja pasar modal.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka berdasarkan teori ekonomi pembangunan, tingkat pertumbuhan ekonomi dan investasi mempunyai hubungan timbal balik yang positif. Hubungan timbal balik tersebut terjadi karena disatu pihak, semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, berarti semakin besar bagian dari pendapatan yang bisa ditabung, sehingga investasi yang tercipta akan semakin besar. Oleh karena itu dalam kasus ini, investasi merupakan fungsi dari pertumbuhan ekonomi. Di lain pihak, semakin besar investasi di suatu negara, akan semakin besar pula tingkat pertumbuhan ekonomi yang bisa dicapai. Sehingga dalam kasus ini, tingkat pertumbuhan ekonomi merupakan fungsi dari investasi.

Akibat dari adanya hubungan timbal balik tersebut, maka implikasi kebijakan dalam melakukan proyeksi kebutuhan investasi harus memperhatikan variabel pertumbuhan ekonomi, demikian juga didalam memproyeksikan pertumbuhan ekonomi harus memperhatikan variabel investasi. Secara logika para pelaku pasar modal, investor ataupun calon investor akan memperhatikan variabel pertumbuhan

ekonomi dalam melakukan keputusan investasi. Hal ini disebabkan karena pertumbuhan ekonomi, seperti dijelaskan sebelumnya adalah sebagai indikator dari kinerja perekonomian. Pertumbuhan ekonomi yang meningkat menggambarkan kinerja perekonomian naik, dan hal ini akan memberi harapan pada investor adanya prospek baik dalam investasi, demikian juga sebaliknya. Oleh karena itu, variabel pertumbuhan ekonomi digunakan sebagai *signal* dalam pengambilan keputusan investasi, karena dengan pertumbuhan ekonomi yang meningkat ada *signal* untuk mendapatkan laba dari investasi yang dilakukan.

Beberapa penelitian berkenaan dengan pertumbuhan ekonomi telah dilakukan, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Eduardus (1997), Ritter, (2004), Nieuwerburgh, *et al* (2005), dan Robiatul dan Ardi (2006) seperti telah dijelaskan sebelumnya. Eduardus (1997), menemukan bahwa GDP berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *systematic risk*. Sedangkan Robiatul dan Ardi (2006), menemukan bahwa GDP berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *beta* saham. Ritter, (2004), menemukan bahwa *income per capita* berhubungan negatif dengan *equity return*, dan pertumbuhan ekonomi dimasa depan tidak relevan untuk memprediksi *equity return* di masa depan. Sedangkan Nieuwerburgh, *et al* (2005), menemukan bahwa *stock* market mempunyai hubungan yang lemah dengan pertumbuhan GDP.

2.4.1.2 Risiko Sistematis

Risiko sistematis (*syatematic risk*) atau risiko pasar, berhubungan dengan faktor-faktor risiko yang mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Risiko sistematis berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan, seperti; perang, inflasi, resesi, perubahan kurs, dan suku bunga yang tinggi (Brigham dan Houston, 1998). Risiko-risiko ini yang mempengaruhi surat berharga secara keseluruhan, dan kebanyakan saham cenderung dipengaruhi secara negative oleh risiko ini, sehingga konsekuensinya tidak dapat didiversifikasi (Brigham dan Houston, 1998).

Jika kita perhatikan dari penjelasan tersebut di atas, maka faktor makroekonomi dengan indikator inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi adalah faktor fundamental makroekonomi yang berpotensi untuk meningkatkan dan menurunkan risiko sistematis atau risiko pasar. Indeks untuk mengukur risiko sistematis adalah *Beta* (β), koefisien beta ini yang menggambarkan kecenderungan saham untuk bergerak naik atau turun dalam pasar.

Penggunaan *Beta* (β) sebagai pengukur risiko sisteatis mengacu pada konsep *single-index model* (Sharpe, 1964). Model ini didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar (Jogiyanto, 2003). Berdasarkan pengamatan secara khusus harga suatu sekuritas kebanyakan bahwa harga saham cenderung mengalami kenaikan apabila indeks harga saham gabungan (IHSG) naik. Demikian terjadi sebaliknya, bahwa kebanyakan harga saham

cenderung mengalami penurunan apabila indeks harga saham gabungan (IHSG) turun.

Beberapa penelitian tentang risiko sistematis telah banyak dilakukan, antara lain dilakukan oleh Shin, Shin and Stulz (2000), Shahib (2000), Anuchitworawong (2004), Coles, *et al* (2004), dan Villalonga & Amit (2004). Hasil penelitian dari Shin and Stulz (2000), menemukan bahwa perubahan *systematic risk* berhubungan positif dengan perubahan nilai perusahaan (q). Demikian juga hasil penelitian dari Shahib (2000), menemukan bahwa indeks *beta* (*systematic risk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Anuchitworawong (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa baik sebelum (1996) dan sesudah (2000) masa krisis *business risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *ROA*, sedangkan *financial risk* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Coles, *et al* (2004), menemukan bahwa *firm risk* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *stock price volatility*. Namun Villalonga & Amit (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa *market risk* (*beta*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.4.1.3 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan (*firm performance*) mengacu pada hasil akhir dari suatu proses kegiatan operasi perusahaan selama satu periode tertentu, biasanya satu tahun. Kinerja perusahaan dihasilkan dari satu evaluasi terhadap implementasi kebijakan perusahaan. Oleh karena itu, evaluasi seharusnya menghasilkan informasi penting

yang berguna, misalnya sebagai umpan balik bagi formulasi atau implementasi strategi. Hasil evaluasi tersebut harus dapat memberikan gambaran yang sesungguhnya terhadap kondisi perusahaan dimasa kini maupun prospeknya dimasa mendatang.

Kinerja perusahaan, konsep ini telah banyak mengalami perkembangan dari konsep-konsep yang sifatnya konvensional sampai dengan konsep yang dianggap lebih modern, dan mempunyai kemampuan lebih baik dalam mengukur kinerja perusahaan. Oleh karena itu, berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan dapat melakukan evaluasi atau penilaian terhadap kinerja perusahaan sesuai dengan kepentingannya masing-masing. Investor dan calon investor sangat berkepentingan untuk mengetahui kinerja perusahaan, berkenaan dengan investasi yang telah mereka lakukan dan prospeknya dimasa depan. Jika kinerja perusahaan baik, maka akan mendorong harga sahamnya naik, karena banyak investor tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Sesuai dengan hukum penawaran dalam teori ekonomi, bahwa semakin banyak orang menawar, maka akan meningkatkan harga barang tersebut.

Penilaian terhadap kinerja perusahaan dimaksudkan untuk menilai dan mengevaluasi tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan kemakmuran pemegang saham atau nilai perusahaan. Seperti dijelaskan oleh Siegel dan Shim (1987), bahwa pengukuran kinerja merupakan suatu perhitungan tingkat efektivitas dan efisiensi suatu perusahaan dalam kurun waktu tertentu untuk mencapai hasil yang optimal.

Oleh karena itu, jika kinerja perusahaan baik, maka berarti bahwa perusahaan telah menjalankan kegiatan operasinya secara efektif dan efisien, sehingga tingkat keuntungan yang dicapai optimal.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa pengukuran kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan berbagai indikator, antara lain, *ROA*, *ROE*, *EPS*, *PER*, *Residual Income*, *EVA* dan masih banyak lagi lainnya. Penelitian ini menggunakan indikator *ROA* untuk mengukur kinerja perusahaan, karena konsep ini mengakomodasi berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan, antara lain adalah manajer, kreditor dan investor. Di samping itu, dari hasil penelitian sebelumnya menempatkan *ROA* sebagai pengukur kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan pengukur kinerja lainnya terhadap *return* saham maupun harga saham. Oleh karena itu, para pelaku bursa memandang *ROA* sebagai *signal* untuk menaruhkan harapan investasinya.

Beberapa penelitian kinerja perusahaan yang menggunakan *ROA* sebagai indikatornya antara lain dilakukan oleh Dodd dan Chen (1996), Biddle, Bauen dan Wallace (1996), Jogyanto dan Chendrawati (1999), Imam Ghozali dan Irwansyah (2002), Anuchatorawong (2004), Al Faraouque, *et al* (2005), dan Uchida (2006). Dodd dan Chen (1996), menemukan bahwa *ROA* berkorelasi signifikan terhadap *return* saham. Biddle, Bauen dan Wallace (1996), menemukan bahwa *earning* berpengaruh terhadap *stock return* dan *firm value*. Jogiyanto dan Chendrawati (1999), juga menemukan bahwa *ROA* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Namun

Imam dan Irwansyah (2002), menemukan bahwa *ROA* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Anuchitworawong (2004), melakukan penelitian di Thailand selama periode sebelum krisis (1996) dan sesudah krisis (2000). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa baik sebelum (1996) maupun sesudah masa krisis (2000), *business risk*, dan *capital expenditure* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*, namun *financial risk* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*. Sedangkan *leverage* sebelum masa krisis (1996), berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*, akan tetapi sudah masa krisis (2000), berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*. Al Farouque, *et al* (2005), menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap *ROA*, dan *investment* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*. Uchida (2006), dalam penelitiannya menemukan bahwa *ROA* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

2.4.1.4 Nilai Perusahaan

Investasi dengan membeli suatu saham perusahaan adalah menanamkan suatu harapan bahwa investasi tersebut akan menuai hasil yang lebih baik. Sebagai pemegang saham, maka para pemilik saham (ekuitas) akan mendapatkan kompensasi, yaitu dalam bentuk dividend dan *capital gain*. Dividen adalah merupakan aliran kas yang diharapkan akan diterima oleh para pemegang saham atau pemilik ekuitas, dan dengan demikian, semakin tinggi harapan untuk memperoleh dividen, maka semakin

besar **signal** manfaat dari investasinya. Oleh karena itu, para investor bersedia membayar saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi. Semakin tinggi harga saham, maka nilai perusahaan juga meningkat.

Dividen hanya akan diperoleh jika perusahaan mampu memperoleh laba pada setiap kegiatan operasinya, baik laba bersih operasi (*EBIT*) maupun laba bersih sesudah pajak (*EAT*). Laba ini merupakan cermin dari kinerja perusahaan yang sering diukur dengan menggunakan konsep konvensional, yaitu pendekatan akuntansi tradisional, *ROA* dan *ROE*. Oleh karena itu, semakin tinggi *ROA* dan *ROE*, maka semakin tinggi harapan para pemegang saham untuk menerima dividen tinggi, dan dengan demikian dapat memicu kenaikan harga saham perusahaan.

Seperti telah dijelaskan dalam konsep dasar pemikiran di atas, bahwa variabel-variabel dalam faktor fundamental makro ekonomi dan kinerja perusahaan sebagai unsur dari faktor fundamental mikro seperti dijelaskan di atas, sangat berpotensi untuk mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena nilai perusahaan adalah merupakan nilai yang dihasilkan dari kinerja perusahaan sebagai implementasi dari kebijakan-kebijakan perusahaan selama usianya. ***Theory of the firm*** menguji bagaimana perusahaan menentukan kombinasi sumberdaya yang dimiliki secara optimal untuk menghasilkan nilai perusahaan (Hellmann, T, 2005). Penentuan kombinasi sumberdaya perusahaan yang optimal ini akan menghasilkan kinerja perusahaan yang maksimal. Mengingat bahwa tanpa dilikuidasi nilai perusahaan sulit untuk diukur, maka untuk mengukur nilai perusahaan digunakan

proksi harga saham, yaitu harga pasar saham pada saat ini. Harga pasar saham pada saat ini adalah merupakan harapan untuk mendapatkan *return* dari investasi dimasa yang akan datang, dan *return* inilah yang sebenarnya merupakan hasil dari penerapan kombinasi sumberdaya yang optimal sebagai produk kebijakan perusahaan.

Pengukuran nilai perusahaan dalam penelitian ini diproksi dengan *Tobin's Q*, dimana unsur perhitungan *Tobin's Q* adalah nilai pasar dari *common stocks* dan *financial liabilities*. Seperti kita ketahui bahwa nilai perusahaan adalah merupakan nilai keseluruhan aktiva yang dimiliki perusahaan, yang terdiri dari nilai pasar modal sendiri dan nilai pasar hutang. *Tobin's Q* sebagai salah satu alat penilaian pengukur kinerja perusahaan sudah banyak dipergunakan dalam penelitian untuk menentukan nilai perusahaan. Beberapa peneliti yang menggunakan *Tobin's Q* antara lain dilakukan oleh Amihud dan Lev (1981), meneliti tentang strategi diversifikasi dan struktur kepemilikan; Mork, *et al* (1988), meneliti tentang kepemilikan saham manajerial; McConnell dan Servaes (1990), meneliti tentang kepemilikan institusi; Lang dan Stulz (1994), meneliti tentang strategi diversifikasi; Yermack (1996), meneliti komposisi dewan; Khanna dan Palepu (1999), meneliti tentang konsentrasi kepemilikan; Shin dan Stulz (2000), meneliti tentang risiko sistematis, risiko non-sistematis dan risiko total; Tri (2003), meneliti tentang struktur kepemilikan dan strategi diversifikasi; Villalonga dan Amit (2004), meneliti tentang *leverage*, *capital expenditure* dan *market risk* (beta); Aivazian, *et al* (2005), meneliti tentang investasi;

Al Farouque, *et al* (2005), meneliti tentang *leverage* dan investasi; serta Uchida (2006), meneliti tentang *ROA* dan *debt*.

Tobin's Q sebagai indikator pengukur nilai perusahaan telah mengalami banyak perkembangan. Berbagai model perhitungan telah dikembangkan, seperti dikemukakan oleh Lindenberg dan Ross (1981), Chung and Pruitt (1994), Shin dan Stulz (2000), Clay (2001).

Lindenberg dan Ross (1981), merumuskan; $q = (MVS + D)/TA$, dimana: *MVS = market value of all outstanding shares, i.e. the firm's Stock Price * Outstanding Shares*; *TA = firm's assets, i.e cash, receivables, inventory and plant book value*; *D = debt, defined as: $D = (AVCL - AVCA) + AVLTD$* , dimana: *AVCL = accounting value of the firm's current liabilities = Short term Debt + Taxes Payable*; *AVCA = accounting value of the firm's current assets = Cash + Receivables + Inventories*; *AVLTD = accounting value of the firm's long term debt = Long term Debt*. Chung dan Pruitt (1994), merumuskan *Tobin's Q* merupakan rasio antara nilai pasar dari aset-aset perusahaan dan *replacement value*. *Tobin's Q* secara matematis dihitung dengan formulasi seperti berikut;

$$q = (MVS + MVD)/RVA \quad 2)$$

dimana:

MVS = Market value of all out standing stock.

MVD = Market value of all debt.

RVA = Replecement value of all production capacity.

Perusahaan dengan *Tobin's Q* tinggi atau $q > 1,00$ mengindikasikan bahwa kesempatan investasi lebih baik, memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi, dan mengindikasikan manajemen dinilai baik dengan aset-aset dibawah pengelolaannya (Wolfe and Sauaia, 2003)

Shin dan Stulz (2000), merumuskan *Tobin's Q* adalah merupakan nilai pasar modal sendiri dibagi dengan aset. Jadi, $q = (E + D)/A$, dimana: $E = \text{market value of equity}$; $D = \text{debt}$; dan $A = \text{assets}$. Clay, D.G (2001), merumuskan *Tobin's Q* dengan menghitung *total market value of the firm* dengan *replacement cost of assets*.

Seperti pada penjelasan di atas, *Tobin's Q* sebagai ukuran nilai perusahaan dengan demikian menggambarkan bahwa semakin tinggi *Tobin's Q* semakin tinggi nilai perusahaan, sehingga dimata investor semakin menarik perusahaan. Mengingat bahwa data *replacement cost/value* tidak tersedia, maka penelitian ini menggunakan konsep nilai perusahaan yang dikembangkan oleh Lindenberg & Ross (1981) yaitu; $q = (MVS + D)/TA$.

Proposisi Satu

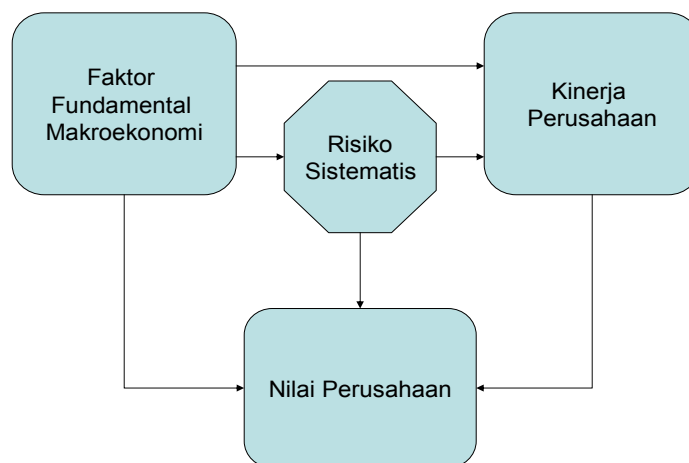
Berdasarkan pada penjelasan empirik tersebut di atas, maka dapat dibuat Proposisi 1 seperti berikut.

Tujuan utama perusahaan adalah menciptakan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka perusahaan harus mampu menghasilkan laba pada setiap kegiatan operasinya. Akan tetapi untuk mendapatkan laba yang tinggi tidaklah mudah, karena perusahaan harus menghadapi tekanan-tekanan dari luar perusahaan, khususnya faktor fundamental makroekonomi. Faktor fundamental makroekonomi dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan

risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Semakin tinggi tekanan-tekanan dari faktor fundamental makroekonmi, semakin tinggi risiko sistematis, dan semakin tinggi risiko sistematis akan semakin rendah kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan Proposisi 1 tersebut di atas, maka secara skematis dapat dibuat diagram model konseptual Proposisi 1, seperti dalam Gambar 2-4 berikut ini.

Gambar 2-4
PROPOSISI 1



Sumber: Pengembangan konsep teoritis untuk disertasi ini.

2.4.2 Kebijakan Perusahaan, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan adalah merupakan unsur-unsur dari faktor fundamental mikro atau faktor fundamental perusahaan. Konsep

dasar pemikiran keterhubungan kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan adalah bahwa kinerja perusahaan sebagai hasil implementasi dari kebijakan perusahaan. Sedangkan nilai perusahaan merupakan dampak dari hasil implementasi atau kinerja perusahaan. Oleh karena itu setiap kebijakan perusahaan yang diputuskan berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Implementasi kebijakan perusahaan yang efektif akan menghasilkan kinerja perusahaan yang baik, yang ditunjukkan dengan tingginya *ROA* perusahaan. Kinerja perusahaan sebagai *signal* bagi para investor tentang adanya prospek keuntungan di masa depan. Oleh karena itu, investor bersedia membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi jika kinerja perusahaan baik. Jadi, kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan memiliki hubungan yang searah.

Pecking order theory (Myers, 1984), menyatakan bahwa dengan adanya informasi asimetri, maka biaya pendanaan eksternal menjadi lebih mahal, sehingga akan mendorong manajer untuk menggunakan sumber biaya pendanaan yang lebih murah, yang berasal dari sumber pembiayaan internal. Implikasi dari *pecking order theory* tersebut adalah bahwa keputusan memilih sumber dana internal karena faktor biaya dana eksternal yang mahal, khususnya biaya dana dari hutang (*cost of debt*).

Penggunaan hutang sebagai sumber pembiayaan akan meningkatkan *return on equity (ROE)* dan *earning per share (EPS)*, jika *rate of return* dari penggunaan utang tersebut lebih tinggi dari *cost of debt*-nya (Modigliani dan Miler, 1963). Namun jika

terjadi sebaliknya, yaitu *rate of return* yang dihasilkan dari utang sebagai sumber pembiayaan lebih kecil dari *cost of debt*-nya, maka *ROE* dan *EPS* akan menurun. Oleh karena itu, pemilihan sumber pembiayaan dari dalam perusahaan dan emisi saham menjadi alternative sumber pembiayaan yang dipilih manajer. Berdasarkan penjelasan seperti tersebut di atas, maka kinerja perusahaan mempengaruhi kebijakan perusahaan, khususnya dalam memilih sumber pembiayaan (kebijakan pendanaan).

2.4.2.1 Kebijakan Perusahaan

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa konstruk kebijakan perusahaan di dalam penelitian ini diproksi dengan tiga variabel, yaitu *leverage* keuangan, *capital expenditure*, dan insentif manajer. *Leverage* keuangan berkaitan erat dengan kebijakan pendanaan atau pembelanjaan perusahaan, sedangkan *capital expenditure* berkaitan dengan kebijakan investasi, dan insentif manajer berkaitan dengan kebijakan dividen atau pendistribusian laba. Ketiga kebijakan tersebut dimaksudkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, sesuai dengan tujuan perusahaan.

Menurut teori *agency* (Jensen dan Meckling, 1976), manajer sebagai agen dalam menjalankan tugas yang diberikan oleh para pemilik, peserta, pengambil bagian atau pemegang saham, manajer diberi kebebasan untuk mengambil kebijakan-kebijakan operasional, sepanjang kebijakan-kebijakan tersebut adalah yang terbaik bagi para pemilik, peserta, pengambil bagian atau pemegang saham tersebut. Kebijakan-kebijakan yang diambil adalah dalam upaya untuk meningkatkan kinerja

perusahaan dan nilai perusahaan. Misalnya kebijakan-kebijakan dibidang keuangan dan akuntansi, pemasaran, personalia, produksi dan operasi, penelitian dan pengembangan serta kebijakan-kebijakan lain yang berhubungan dengan pihak luar perusahaan.

Kebijakan pendanaan adalah merupakan satu kebijakan yang sangat penting bagi perusahaan, karena menyangkut perolehan sumber dana untuk kegiatan operasi perusahaan. Kebijakan ini akan berpengaruh terhadap struktur modal dan faktor *leverage* perusahaan, baik *leverage* operasi maupun *leverage* keuangan. Seperti dijelaskan sebelumnya bahwa *leverage* keuangan merupakan penggunaan sumber dana yang memiliki biaya tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada biaya tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi para pemegang saham. Jika perusahaan menetapkan kebijakan untuk menggunakan sumber dana dari utang, berarti *leverage* keuangan perusahaan meningkat, dan perusahaan akan menanggung biaya tetap berupa bunga. Kebijakan ini diharapkan agar terjadi perubahan laba per lembar saham (*EPS*) yang lebih besar daripada perubahan laba sebelum bunga dan pajak (*EBIT*), sehingga nilai perusahaan akan meningkat, sesuai dengan teori struktur modal dari Modigliani & Miller (1963).

Kebijakan pendanaan akan menentukan struktur modal dan kapitalisasi perusahaan, yang meliputi dua komponen utama, yaitu utang jangka panjang dan modal sendiri. Ross, *et al* (2002) menjelaskan bahwa tujuan manajemen

memaksimalkan nilai pasar utang dan nilai pasar modal sendiri, dengan demikian perusahaan mampu untuk memaksimalkan nilai totalnya, yaitu nilai perusahaan. Kondisi ini akan dicapai jika perusahaan mampu mengoptimalkan struktur modalnya, yaitu keseimbangan yang optimal antara proporsi utang dengan proporsi modal sendiri, karena proporsi ini akan menghasilkan biaya modal yang minimal (Chathoth, 2002). Jensen dan Meckling (1976), juga menjelaskan bahwa keputusan manajer dalam menentukan struktur modal adalah untuk menyeimbangkan antara biaya utang dengan dan biaya modal sendiri, meminimumkan pengaruh mereka terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, dalam penentuan struktur modal adalah untuk mencapai tingkat biaya modal yang minimal agar nilai perusahaan meningkat, meskipun hal ini akan sulit ditempuh perusahaan, karena belum ada teori yang menjelaskan tentang besarnya struktur modal yang optimal.

Kebijakan perusahaan yang berkenaan dengan struktur modal sangatlah kondisional, dalam arti bahwa didalam menentukan sumber pendanaan, manajemen akan melihat kondisi internal keuangan perusahaan. Seperti dijelaskan oleh Donalson (1961), dan Brealy dan Myers (1984), yang menyatakan bahwa perusahaan dapat meningkatkan modal mereka dari tiga sumber, yaitu; laba ditahan, utang dan modal saham baru. Jika memang kebutuhan modal untuk investasi cukup dibiayai dengan laba ditahan, maka ini bisa dipakai sebagai sumber pendanaan perusahaan yang merupakan sumber dana internal. Hal ini sesuai dengan konsep teori hirarki pendanaan (*pecking order theory*), seperti dikemukakan oleh Myers dan Majluf

(1984), bahwa untuk pembiayaan investasi sebaiknya dilakukan dengan sumber pembiayaan internal, kemudian baru selanjutnya menggunakan pembiayaan eksternal jika terjadi kekurangan. Titman dan Wessels (1988), menyatakan bahwa keuntungan perusahaan masa lalu, dan jumlah laba yang tersedia untuk ditahan, akan menjadi penting dalam menentukan struktur modal saat ini. Apabila kebijakan perusahaan dalam pendanaan menggunakan sumber dana intern, dalam hal ini laba ditahan, maka akan menurunkan faktor *leverage* atau *leverage* keuangan, yang berarti struktur modalnya juga turun. Demikian juga jika menggunakan sumber pembiayaan investasi dari saham baru, maka *leverage* keuangan juga menurun sehingga struktur modalnya juga turun. Namun jika menggunakan sumber pembiayaan investasi dari hutang, maka *leverage* keuangannya meningkat, yang berarti struktur modalnya juga naik.

Kebijakan perusahaan menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan investasi akan lebih tepat, jika tingkat pengembalian modal (*rate of return*) dari investasi tersebut lebih besar dari biaya bunga sebagai beban tetap dari penggunaan utang. Namun jika tingkat pengembalian modal (*rate of return*) yang dihasilkan dari investasi lebih kecil dari biaya bunganya, maka keputusan menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan menjadi tidak tepat, karena akan menurunkan *ROE* dan *EPS*, dan hasil ini berarti tidak sesuai dengan tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan kemakmuran pemilik atau nilai perusahaan. Oleh karena itu, jika hal ini terjadi, maka sumber pembiayaan intern dari laba ditahan atau saham baru bisa menjadi alternatif yang lebih menguntungkan.

Kebijakan perusahaan yang berkenaan dengan mencari sumber dana atau sumber pembiayaan kita kenal dengan kebijakan pendanaan, maka disisi lain ada kebijakan perusahaan yang berkenaan dengan penggunaan dana atau pengeluaran modal untuk investasi disebut dengan kebijakan investasi. Seperti dijelaskan oleh Harford dan Li (2005), bahwa investasi dalam perusahaan dapat dilihat dari dua tipe investasi, yaitu *aquisitions* dan *capital expenditures*. *Aquisitions* berkaitan dengan inverstasi untuk menguasai, membeli atau mengakuisisi perusahaan lain kedalam perusahaannya. Sedangkan *capital expenditures* berkaitan dengan investasi untuk pembelian aktiva baru, membangun pabrik, perlengkapan kantor, pembelian kendaraan, penelitian dan pengembangan, *advertising*, dan lain-lain. Namun di dalam penelitian ini, investasi pada *capital expenditure* akan dibatasi pada investasi kedalam aktiva-aktiva phisik, yaitu; *plant, property, and equipment* (PPE), dimana investasi ini penting kaitannya dengan pengembangan perusahaan dimasa depan.

Informasi tentang investasi modal (*capital expenditure*) adalah relevan untuk menilai profil profitabilitas dan risiko perusahaan dimasa depan (Amir, *et al*, 2006). McConnel dan Muscarella (1985), dalam penelitiannya menemukan bahwa rata-rata pasar saham (*stock market*) bereaksi positif terhadap pengumuman perencanaan kenaikan *capital expenditure*, dan beraksi negatif terhadap rencana penurunan *capital expenditure*. Woolridge (1988), dari penelitiannya juga melaporkan reaksi harga saham (*stock price*) positif terhadap variasi strategi investasi jangka panjang, seperti *joint venture*, pembelian pabrik dan perlengkapan,

pengenalan produk baru, *R & D expenditure*. Selanjutnya Martin dan Kensinger (1990), dalam penelitiannya menemukan bahwa harga saham merespon pengumuman peningkatan penelitian dan pengembangan yang dikeluarkan perusahaan. Mereka menemukan rata-rata bereaksi positif signifikan ketika terjadi pengumuman dalam menghadapi penurunan laba. Harga saham adalah merupakan nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan dimasa depan. *Capital expenditure* diterima pada basis peningkatan aliran kas yang diharapkan sebagai hasil dari usaha investasi. Oleh karena itu, antara aliran kas dan investasi modal atau *capital expenditure* akan berhubungan positif dalam jangka panjang.

Coles, *et al* (2004) dalam penelitiannya menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock price volatility* atau volatilitas harga saham. Oleh karena itu, jika *capital expenditure* ditingkatkan, volatilitas harga saham akan meningkat. Meningkatnya volatilitas harga saham menggambarkan bahwa harga saham tidak menentu atau tidak pasti. Jika harga saham tidak menentu atau tidak pasti, dan saham ini berisiko tinggi, sehingga jika dikaitkan dengan konteks nilai perusahaan, maka akan menurunkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Coles, *et al* (2004) tersebut tidak sesuai atau kontradiksi dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Villalonga & Amit (2004) yang menemukan *capital expenditure* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil temuan lainnya dari penelitian Coles, *et al* (2004) adalah bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock price volatility* atau

volatilitas harga saham. Villalonga & Amit (2004), dalam penelitiannya juga menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Coles, *et al* (2004) mengindikasikan bahwa jika *leverage* meningkat, maka volatilitas harga saham menurun yang berarti risiko perusahaan menurun. Oleh karena itu, temuan ini tidak sesuai dengan logika teori keuangan tentang struktur modal, dimana jika *leverage* bertambah atau naik, maka risiko perusahaan akan meningkat, karena meningkatnya *leverage* berarti meningkatnya beban tetap perusahaan. Namun jika peningkatan *leverage* ini mampu diikuti dengan kenaikan tingkat pengembalian (*rate of return*) yang lebih besar dari beban tetapnya (bunga), maka kenaikan *leverage* ini justru akan meningkatkan nilai perusahaan.

Apabila dikaitkan dengan harga saham dan nilai perusahaan, maka menurunnya risiko perusahaan akan meningkatkan harga saham yang berarti juga meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, kebijakan perusahaan untuk menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan jika penggunaan hutang tersebut mampu menghasilkan laba yang lebih besar dari biaya bunga penggunaan utang tersebut.

Teori struktur modal dari Modigliani & Miller (1963), menyatakan bahwa dalam pasar yang sempurna dan ada pajak, maka kebijakan pendanaan (penggunaan utang) menjadi relevan, karena pada umumnya bunga yang dibayarkan bersifat *tax deductible*, yaitu dapat mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak. Untuk dua perusahaan dengan kondisi yang sama (*EBIT* sama), maka perusahaan yang memiliki

utang akan membayar pajak penghasilan yang lebih rendah. Masih menurut Modigliani & Miller (1963), bahwa nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar daripada nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Oleh karena itu, penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan atau utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sesuai penjelasan teori struktur modal dari Modigliani dan Miller tersebut, maka hasil penelitian dari Villalonga & Amit (2004) yang menemukan bahwa **leverage** berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) adalah berlawanan atau kontradiksi.

Teori aliran kas bebas (*free cash flow*) yang dikemukakan oleh Jensen (1976) menyatakan bahwa kontrol manajemen dalam memanfaatkan modal internal sulit diawasi oleh pemilik atau investor luar. Oleh karena itu, penggunaan modal eksternal baik dengan saham maupun dengan utang menjadi pilihan untuk pembiayaan investasi. Penggunaan utang akan meningkatkan **leverage** perusahaan, dan utang adalah merupakan alat untuk mengontrol perilaku manajer agar bertindak disiplin, sehingga mengendalikan perilaku oportunistik mereka. Adanya perilaku yang disiplin dari manajer sebagai agen, maka dapat menekan biaya keagenan (Jensen & Meckling, 1976), dan hal ini akan berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, yang berarti bahwa **leverage** berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun demikian, hasil penelitian dari Villalonga & Amit (2004), menemukan pengaruh yang negatif, **leverage** terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, hasil penelitian Villalonga & Amit (2004) juga tidak sesuai atau

kontradiksi dengan teori aliran kas bebas (*free cash flow*) dari Jensen (1976). Demikian juga hasil penelitian dari Pasternak & Rosenberg (2002), yang menemukan bahwa **leverage** berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*). Hasil penelitian dari Pasternak & Rosenberg (2002), yang menemukan bahwa **leverage** berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap investasi, juga menggambarkan adanya ketidak sesuaian dengan logika teori keuangan, yaitu teori struktur modal dari Modigliani dan Miller (1963). Mengingat bahwa sumber pembiayaan investasi bisa dilakukan dengan utang (*leverage*), maka seharusnya **leverage** berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi.

Anuchitworawong (2004), dalam penelitian yang dilakukan sebelum dan sesudah masa krisis di Thailand menemukan bahwa sebelum masa krisis (1996), **leverage** berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*, sedangkan sesudah masa krisis (2000), **leverage** berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*. Temuan lainnya adalah bahwa **capital expenditure** berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*, baik sebelum (1996) maupun sesudah masa krisis (2000). Hasil penelitian tersebut tidak sesuai atau kontradiksi dengan teori struktur modal dari Modigliani & Miller (1963) dan teori aliran kas bebas (*free cash flow*) dari Jensen (1976). Seharusnya sesuai dengan teori struktur modal dari Modigliani & Miller (1963), dan teori aliran kas bebas (*free cash flow*) dari Jensen (1976), **leverage** dan **capital expenditure** berpengaruh positif dan signifikan terhadap *ROA*. Hasil

penelitian yang sama juga ditemukan oleh Guo (2006), yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*.

Coles, *et al* (2004), dalam penelitiannya juga menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *capital expenditure*. Demikian juga Aivazian, *et al* (2005), dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap investasi. Temuan ini tentu bersifat kontradiktif dan tidak sesuai dengan logika teori struktur modal modern, yaitu *trade-off theory* dan *pecking order theory* (Myers, 1984). Sebelumnya telah dijelaskan bahwa sumber pembiayaan investasi baik untuk *capital expenditure*, *R & D expenditure*, *merger* maupun *aquisition* dapat dilakukan dengan modal sendiri atau hutang. Penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan investasi tentu akan meningkatkan *leverage*. Oleh karena itu, seharusnya *leverage* berpengaruh positif terhadap *capital expenditure* ataupun investasi, artinya bahwa semakin tinggi *leverage*, akan semakin tinggi *capital expenditure* ataupun investasi.

Pasternak & Rosenberg (2002), dalam penelitiannya menemukan bahwa investasi berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap insentif. Harford & Li (2005), dalam penelitiannya juga menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap *CEO-pay*. Sedangkan dari hasil penelitian Aggarwal, *et al* (2003), menemukan bahwa investasi dan kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap insentif. Hasil-hasil penelitian tersebut menggambarkan masih adanya ketidak jelasan hubungan antara investasi (*capital*

expenditure) dengan insentif. Insentif manajer dimaksudkan untuk merangsang dan memberikan motivasi kepada manajer sehubungan dengan perannya sebagai agen dalam menjalankan perusahaan agar sesuai dengan amanat yang diberikan oleh para pemegang saham atau pemilik. Oleh karena itu, pemberian insentif ini diharapkan akan mendorong semangat manajer untuk bekerja lebih baik, dan mengurangi perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik agar kinerja perusahaan meningkat. Namun hasil penelitian dari Guo (2006), menghasilkan temuan bahwa *stock bonus* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*.

Kebijakan perusahaan dalam masalah investasi (*capital expenditure*) adalah merupakan kebijakan jangka panjang perusahaan yang membutuhkan perhitungan secara cermat. Kebijakan ini membutuhkan modal yang besar, jangka waktu yang lama, serta risiko yang tinggi, sehingga dibutuhkan hasil perhitungan yang akurat berkenaan dengan tingkat pengembalian (*return*) investasi tersebut. Sekali keputusan diambil salah, maka akibatnya akan sangat fatal bagi perusahaan untuk mengembalikan modal yang sudah terlanjur tertanam didalam investasi tersebut. Oleh karena itu, untuk mendorong berhasilnya investasi, manajer diberi insentif yang lebih tinggi, agar manajer mengerahkan sumberdaya perusahaan untuk mendorong keberhasilan investasi, sehingga kemakmuran para pemegang saham tercapai. Menurut Murphy (1999), manajer dapat diberi insentif dalam bentuk hadiah (*grant*) ekuitas, ekuitas berbasis insentif (*equity based-incentives*) yaitu *option* dan *restricted stock* (*option and restricted stock grants*). *Stock option* sering digunakan sebagai

pemberian upah manajer (*executive*) untuk menyelaraskan insentif manajer dengan para pemilik, dan memotivasi manajer untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, insentif ini akan meningkatkan nilai pemberdayaan manajer agar manajer lebih rasional didalam menjalankan wewenangnya dalam mengambil setiap keputusan yang terbaik bagi pemilik.

Restricted stock insentive sebagai bentuk dari kompensasi yang diterima manajer adalah merupakan bagian dari usaha para pemilik perusahaan dalam upaya untuk memberi dorongan dan semangat dalam menjalankan tugas yang telah diberikannya. Beberapa penelitian tentang insentif telah dilakukan sebelumnya, meskipun hasilnya masih belum jelas, karena masih terdapat perbedaan. Pasternak dan Rosenberg (2002), dalam penelitian dengan menggunakan ***simultaneous equation analysis*** dengan menggunakan metode tiga tahap ***least squares (3SLS)***, menemukan bahwa ***Tobin's q*** berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap insentif, investasi berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap insentif, ***leverage*** berpengaruh negative dan signifikan terhadap insentif, insentif berpengaruh positif dan signifikan terhadap ***Tobin's q***, dan insentif berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap investasi. Penelitian sebelumnya dilakukan oleh McConnel & Muscarella (1985), menemukan bahwa investasi secara positif berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan Aggarwal, *et al* (2003), menemukan bahwa investasi dan kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap insentif.

(1) *Leverage* Keuangan

Leverage keuangan (*financial leverage*) mengacu pada penggunaan surat berharga (sekuritas) yang memberikan penghasilan tetap, yaitu obligasi atau hutang dan saham preferen (Brigham dan Houston, 1998). Bagi para pemegang saham, penggunaan *leverage* keuangan akan menambah risiko, yang disebut dengan risiko keuangan (*financial risk*).

Persoalan *leverage* dalam perusahaan merupakan persoalan klasik yang tidak pernah berakhir. Persoalan ini timbul sebagai konsekuensi dari kebijakan perusahaan dalam menentukan sumber pendanaan yang menggunakan hutang sebagai pembiayaan investasinya. Penggunaan hutang ini menjadi alternatif yang dipilih dalam pembiayaan investasi, karena dari studi yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1963), penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Teori mengenai struktur modal yang membawa persoalan *leverage* bermula dari studi yang dilakukan oleh Modigliani dan Miller (1958). Ketika itu Modigliani dan Miller (1958), mempublikasikan apa yang disebut sebagai artikel keuangan yang paling berpengaruh yang pernah ditulis. Berdasarkan serangkaian asumsi yang membatasi, Modigliani dan Miller (1958), membuktikan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Jadi penggunaan hutang tidak relevan dengan nilai perusahaan, sehingga tidak menjadi masalah bagaimana perusahaan membiayai investasinya.

Perusahaan yang menggunakan hutang dan tidak menggunakan hutang akibatnya sama saja terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, bagi manajer penggunaan hutang bukan merupakan solusi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Setelah mendapatkan masukan dan kritik, dalam perkembangannya Modigliani dan Miller (1963), mengoreksi asumsinya bahwa pajak penghasilan perusahaan membawa efek penghematan bagi perusahaan. Bagi perusahaan yang menggunakan utang akan membayar pajak lebih sedikit dibandingkan perusahaan yang tidak menggunakan utang. Selisihnya merupakan subsidi yang diterima oleh perusahaan yang menggunakan hutang, dan inilah penghematan pajak yang diperolehnya. Adanya penghematan pajak tersebut, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang lebih tinggi dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang.

Studi Modigliani dan Miller (1958) didasarkan pada sejumlah asumsi yang tidak realistis (Brigham dan Houston, 1998), antara lain:

- (a) Tidak ada biaya broker (pialang).
- (b) Tidak ada pajak.
- (c) Tidak ada biaya kebangkrutan.
- (d) Para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan.
- (e) Semua investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai peluang investasi perusahaan di masa mendatang.

(f) *EBIT* tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang.

Meskipun dari beberapa asumsi-asumsi terlihat tidak realistis, hasil-hasil yang tidak relevan ini sangat penting artinya dalam perkembangan teori struktur modal modern. Hal ini terlihat dari beberapa petunjuk yang diberikan Modigliani dan Miller tentang apa yang diperlukan bagi struktur modal agar menjadi relevan, sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Hasil studi dari Modigliani dan Miller (1958) ini menandai dari riset atas struktur modal modern (*modern capital structure*), sehingga riset-riset selanjutnya dipusatkan untuk melemahkan asumsi-asumsi Modigliani dan Miller dalam upaya mengembangkan teori struktur modal yang lebih realistis. Stiglitz (1974) dan Fama (1978), melonggarkan asumsi kelas risiko yang sama dan hutang bebas risiko, menunjukkan bahwa perubahan keputusan pendanaan perusahaan akan dimbangi oleh investor dengan melakukan hutang (*leverage*) sendiri, sehingga terjadi pendistribusian ulang kemakmuran (*redistribution wealth*). Miller (1977), mempertimbangkan pajak perusahaan (t_c) dan pajak perorangan yang diperoleh dari saham (t_{ps}) dan obligasi (t_b) dengan asumsi pajak meningkat. Pada kondisi keseimbangan (*equilibrium condition*) terjadi $(1 - t_c)(1 - t_{ps}) = (1 - t_b)$, *leverage* terbukti tidak relevan terhadap nilai perusahaan.

Perkembangan selanjutnya, Modigliani dan Miller (1963) mengoreksi model mereka dengan mempertimbangkan ada pajak perusahaan. Adanya pajak perusahaan menunjukkan bahwa penggunaan hutang mengurangi penghasilan yang

terkena pajak, sehingga perusahaan yang menggunakan utang membayar pajak lebih kecil dibanding perusahaan yang tidak menggunakan utang. Makna dari perubahan asumsi adanya pajak perusahaan adalah bahwa penggunaan hutang merupakan solusi untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Asumsi ini dibuktikan oleh riset yang dilakukan oleh Masulis (1988), bahwa teori berbasis pajak lebih kuat daripada teori kebangkrutan dan teori pendistribusian ulang kemakmuran (*re-distribution wealth*).

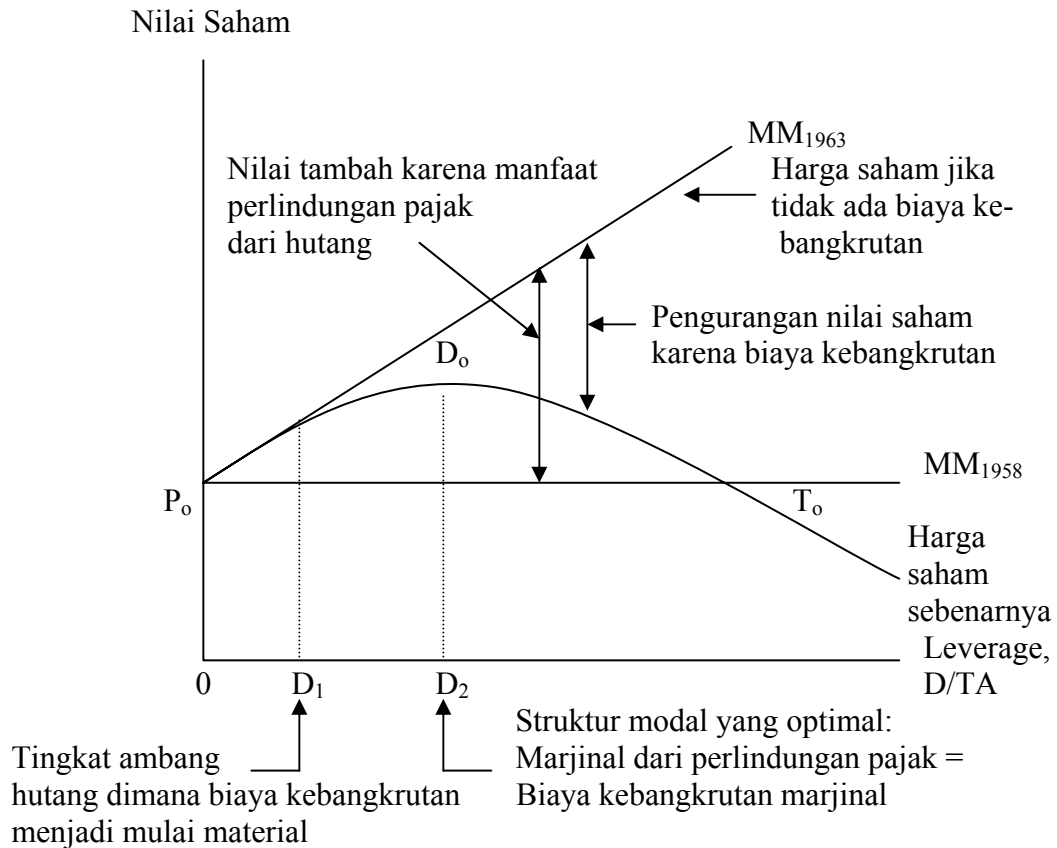
Penggunaan utang berisiko menyebabkan perusahaan menghadapi *trade-off* antara manfaat penggunaan hutang dan keterikatan kewajiban untuk membayar hutang. Penggunaan hutang menyebabkan perusahaan harus membayar bunga, dan pada kenyataannya bahwa bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan telah mengakibatkan hutang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Pemerintah membayar sebagian dari biaya modal yang bersumber dari hutang, atau dengan kata lain bahwa utang memberikan *manfaat perlindungan pajak*. Di sisi lain, keterikatan terhadap utang akan menyebabkan berkurangnya fleksibilitas perusahaan dalam membuat keputusan investasi pada masa yang akan datang. Berkurangnya fleksibilitas dalam membuat keputusan investasi akan menyebabkan penggunaan hutang berisiko tinggi, dan hal ini dapat mengurangi nilai perusahaan. Oleh karena itu, penggunaan modal sendiri menjadi solusi alternatif yang tepat dipakai untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Myers, 1977).

Pada praktek yang sesungguhnya dalam perusahaan, perusahaan akan menggunakan kombinasi antara hutang dan modal sendiri. Jarang ada atau bahkan

tidak ada perusahaan yang menggunakan utang 100 persen atau sebaliknya, karena pada kenyataannya para pemegang saham mendapat keuntungan dari pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Perusahaan akan membatasi penggunaan hutang untuk menekan biaya-biaya yang berkaitan dengan kebangkrutan. Oleh karena itu, ada ambang batas tingkat penggunaan hutang, dimana penggunaan hutang yang lebih rendah dari ambang batas tersebut, kemungkinan kebangkrutan sangat kecil. Namun jika penggunaan hutang melebihi ambang batas, maka biaya kebangkrutan menjadi tinggi.

Gambar 2-5 berikut ini akan menjelaskan pengaruh penggunaan hutang (*leverage*) terhadap nilai perusahaan berdasarkan teori struktur modal modern (*trade-off theory* atau *balanching theory*) setelah adanya pelanggaran asumsi Modigliani dan Miller (1958).

Gambar 2-5
Pengaruh *Leverage* Terhadap Nilai Perusahaan



Sumber: Brigham dan Houston, 1998.

Trade-off theory atau teori saling tukar didasarkan pada pelanggaran asumsi Modigliani dan Miller (1958), bila pajak perusahaan dan kebangkrutan dipertimbangkan dalam model analisis. Seperti dijelaskan dalam Gambar 2-5 tersebut di atas, bahwa hubungan *leverage* dengan nilai perusahaan adalah berbentuk non linier. Penggunaan hutang sebesar 0 ke D_1 menunjukkan tingkat ambang utang dimana biaya kebangkrutan menjadi mulai material. Sedangkan penggunaan utang 0 ke D_2 menunjukkan penggunaan hutang yang memberi manfaat berupa penghematan

pajak, sehingga penggunaan hutang pada posisi ini meningkatkan nilai perusahaan. Namun jika penggunaan utang melampaui D_2 , maka risiko kebangkrutan akan meningkat. Pengaruh negatif dari risiko kebangkrutan terlihat setelah D_2 , pada posisi ini biaya kebangkrutan melebihi manfaat penghematan pajak, sehingga nilai perusahaan menurun.

Agency theory atau teori keagenan menggunakan asumsi yang berbeda dari *trade-off theory*. Informasi asimetri merupakan asumsi kondisi yang perlu dalam menjelaskan teori keagenan, akan tetapi diperlukan asumsi kondisi yang cukup bahwa terdapat perilaku individu yang *oportunistik* yang mendorong terjadi konflik kepentingan antar pihak. Pemisahan antara pemilik dan manajer dapat mendorong manajer cenderung berperilaku *oportunistik*, yaitu mengejar kepentingan sendiri untuk mencapai kemakmurannya daripada kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Hal ini menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemilik, dimana konflik ini akan menciptakan biaya-biaya keagenan.

Biaya-biaya keagenan, seperti: biaya pengikatan (*bonding cost*), biaya pengawasan (*monitoring cost*), dan kerugian residual (*residual cost*) ini akan ditanggung masing-masing pihak. Konflik keagenan disamping terjadi antara pemilik dan manajer, dapat pula terjadi antara pemilik dan kreditor (Jensen dan Meckling, 1976). Harris dan Raviv (1991), mengemukakan bahwa utang dapat berfungsi sebagai alat bagi pemilik untuk mendorong manajemen bertindak disiplin agar tidak terancam kebangkrutan. Hutang juga memungkinkan kreditor untuk mendapatkan informasi

yang lebih banyak tentang propek perusahaan. Oleh karena itu, penggunaan hutang juga merupakan upaya pemilik untuk membagi biaya pengawasan dengan kreditor (Hermeindito, 2004). Pada Gambar 2-5 tersebut, melalui kurve P_o - D_o - T_o , pemilik akan menanggung seluruh biaya pengawasan pada sudut P_o , sedangkan kreditor akan menanggung seluruh biaya pengawasan pada sudut T_o . Biaya keagenan yang optimal akan terjadi bila biaya marjinal pengawasan dari pemilik sama dengan biaya marjinal pengawasan dari kreditor.

Pecking order theory atau teori pematukan modal (Myers, 1984), berbasis pada informasi asimetri. Adanya informasi asimetri membuat biaya pendanaan eksternal menjadi lebih mahal daripada biaya pendanaan internal. Manajer akan cenderung memilih sumber pembiayaan yang lebih murah, yaitu sumber pendanaan internal, sehingga untuk pembiayaan investasi, alternatif pertama yang dipilih adalah sumber pembiayaan internal, yaitu dari laba ditahan. Oleh karena itu, jika terjadi kekurangan biaya karena sumber internal tidak cukup, maka alternatif ke dua, yaitu hutang yang dipilih, dan alternatif ke tiga adalah penerbitan saham baru.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa pada tahun 1963, Modigliani dan Miller telah mengintrodusir teorinya sendiri (Modigliani dan Miller, 1958) dengan melonggarkan beberapa asumsinya. Pelonggaran asumsi pada pasar persaingan yang sempurna dan ada pajak penghasilan perusahaan (perseroan), maka kebijakan pendanaan menjadi relevan, karena akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena biaya bunga hutang jangka panjang adalah biaya yang mengurangi

pembayaran pajak (*tax deductible expense*), sehingga perusahaan yang menggunakan utang akan membayar pajak lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan utang. Kondisi ini sangat menguntungkan perusahaan karena dapat meningkatkan nilai perusahaan, yang disebabkan karena meningkatnya **EPS** (*earning per share*), dimana meningkatnya **EPS** ini akan direspon positif oleh investor. Respon yang positif dari investor menggambarkan bahwa dukungan pihak luar terhadap perusahaan meningkat, dan ini akan menambah motivasi dan semangat kerja manajer dan jajarannya untuk meningkatkan kinerjanya.

Fenomena yang terjadi didalam perusahaan adalah bahwa hampir semua perusahaan menggunakan sumber dana eksternal, yaitu menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan modalnya. Hal ini terjadi karena pada umumnya penggunaan dana internal tidak mencukupi, sehingga dalam praktek perusahaan menggunakan kombinasi sumber dana internal dan sumber dana eksternal. Penggunaan dana dari sumber internal maupun sumber eksternal mempunyai tujuan yang sama, yaitu untuk pengembangan usaha. Hanya saja konsekuensinya yang berbeda, dimana penggunaan sumber dana eksternal khususnya utang akan meningkatkan *leverage* keuangan perusahaan. Meningkatnya *leverage* berarti juga meningkatnya risiko, dan hal ini akan mendorong perusahaan untuk memperoleh laba tinggi agar dapat mengeliminasi peningkatan risiko tersebut. Oleh karena itu, peningkatan *leverage* keuangan berpotensi untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Akan tetapi

dari hasil penelitian Guo (2006), menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *ROA*.

(2) Capital Expenditure

Capital expenditure atau pengeluaran modal mengacu pada penggunaan modal untuk investasi yang pengembaliannya membutuhkan waktu lebih dari satu tahun. Pembangunan pabrik termasuk pembelian mesin (*plant*), pembangunan gedung kantor (*property*), pembelian perlengkapan-perengkapan kantor (*equipment*), biaya penelitian dan pengembangan (*R & D*), dan biaya periklanan (*advertising*) adalah bentuk-bentuk dari pembiayaan modal atau *capital expenditure*. Oleh karena itu, *capital expenditure* adalah merupakan bentuk implementasi dari pengeluaran uang yang manfaatnya baru akan diperoleh beberapa tahun kemudian, lebih dari satu tahun.

Pecking order theory atau teori pematukan modal (Myers, 1984) seperti dijelaskan di atas, adalah menjelaskan urutan dalam pembiayaan investasi. Teori ini mengacu pada Donalson, 1961 (Myers, 1984), yang menunjukkan bahwa manajer lebih menyukai penggunaan modal internal daripada modal eksternal. Teori pematukan modal (*pecking order theory*) yang dikemukakan oleh Myers (1984), berbasis pada informasi asimetri (*asymetri information*), dimana dengan adanya asimetri informasi, maka biaya pendanaan eksternal menjadi lebih mahal. Mahalnya biaya pendanaan eksternal akan mendorong manajer untuk menggunakan sumber biaya pendanaan yang lebih murah, yang berasal dari sumber pembiayaan internal.

Jadi berdasarkan teori pematukan modal (*pecking order theory*), maka keputusan manajer tentang pembiayaan modal (*capital expenditure*) dipilih pembiayaan dari sumber dana internal yang lebih murah biayanya dibandingkan dengan sumber pembiayaan eksternal.

Teori aliran kas bebas (*free cash flow theory*) dikembangkan oleh Jensen (1986), yang didasarkan pada teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori ini mengacu pada studi yang dilakukan oleh Kalay (1982), dan Easterbrook (1984) tentang persoalan keagenan dalam pembayaran dividen. Jensen dan Meckling (1976), mengemukakan bahwa adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan berpotensi menimbulkan konflik. Para pemegang saham atau pemilik (*principal*) mendelegasikannya kepada manajer (*agent*) untuk mengelola perusahaan sesuai kepentingan pemilik (*principal*). Jika masing-masing pihak yang berhubungan adalah pemaksimalan kegunaan (*utility maximizer*), maka hal ini dapat dijadikan alasan bahwa manajer tidak selalu bertindak yang terbaik bagi kepentingan pemilik (Jensen dan Meckling, 1976).

Teori aliran kas bebas (*free cash flow theory*) ini mendasarkan pada dugaan bahwa untuk membiayai investasi, manajer lebih menyukai modal internal. Namun penggunaan modal internal akan mengurangi keterlibatan pengawasan dari pihak eksternal terhadap keputusan investasi yang dibuat oleh manajer. Pembayaran dividen akan mengurangi modal internal yang dapat dikendalikan oleh manajer, sehingga harus mencari sumber dana lain untuk menggantinya. Pemilik (*principal*) akan

cenderung mendorong manajer untuk mencari dana pengganti dengan menggunakan sumber dana eksternal, yaitu menggunakan utang yang diperoleh melalui pasar modal (Easterbrook, 1984). Digunakannya hutang sebagai pengganti dana internal, maka berarti kreditor ikut melakukan pengawasan terhadap manajer terkait dengan keputusan-keputusannya. Keikutsertaan kreditor dalam pengawasan dapat mengurangi kemungkinan manajer melakukan tindakan oportunistik dan bahaya moral (*moral hazard*).

Pada saat perusahaan menghasilkan aliran kas bebas (*free cash flow*) yang besar, konflik kepentingan antara manajer dan pemilik menjadi besar. Hal ini disebabkan karena kemungkinan manajer akan menggunakan kas tersebut untuk keperluan investasi daripada untuk membayar dividen. Oleh karena itu, persoalannya adalah bagaimana cara mendorong manajer untuk membayar dividen kas daripada menginvestasikan kasnya pada investasi yang menghasilkan *return* lebih rendah dari biaya modal. Bukankah lebih baik jika kasnya digunakan untuk membayar dividen kepada pemilik, sehingga pemilik memiliki alternatif lain dalam penggunaan dananya untuk investasi yang lebih menguntungkan?. Digunakannya kas untuk membayar dividen akan mendorong manajer untuk mencari sumber dana lain dalam pembiayaan modal (*capital expenditure*) untuk investasinya.

Menurut Jensen (1986), efek penggunaan utang sebagai sumber dana eksternal adalah untuk mendorong manajer agar dapat mengelola perusahaan secara efisien. Penciptaan hutang akan mewajibkan manajer membayar kewajibannya di

masa depan, dengan demikian penciptaan utang akan membuat manajer bertindak disiplin karena harus melunasi hutangnya. Adanya tindakan disiplin dari manajer di masa depan akan membuat perusahaan terhindar dari ancaman kebangkrutan. Kewajiban melunasi utang di masa depan akan mengurangi aliran kas bebas di masa depan, dengan demikian berarti utang dapat mengurangi biaya keagenan dari aliran kas bebas (*agency cost of free cash flow*).

Menurut Harris dan Raviv (1991), bahwa penggunaan utang selain akan meningkatkan disiplin manajer, juga dapat membuat manajer bersedia memberikan informasi kepada kreditor mengenai prospek perusahaan. Pembiayaan modal (*capital expenditure*) akan mendorong penciptaan utang (*debt creation*), dan sesuai pendapat dari Jensen (1986) bahwa efek dari penggunaan utang adalah untuk mendorong manajer agar dapat mengelola perusahaan secara efisien, sehingga dengan pengelolaan perusahaan yang efisien, maka potensi untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan lebih terbuka.

(3) Insentif Manajer

Hipotesis biaya agensi dari utang (*the agency cost of debt hypothesis*) menyatakan bahwa insentif manajerial mendorong mengurangi konflik kepentingan tidak hanya pemilik dan manajer akan tetapi juga antara pemilik dan kreditur (Jensen dan Meckling, 1976). Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa menurut Jensen dan Meckling (1976), persoalan keagenan timbul dikarenakan adanya pemisahan antara pemilik (*principal*) dengan manajer (*agent*). Pemilik mendelegasikan wewenangnyanya

kepada manajer untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan keinginan pemilik, yaitu kemakmuran bagi para pemilik melalui peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu, keputusan-keputusan yang dibuat oleh manajer berkenaan dengan operasi perusahaan adalah keputusan yang terbaik bagi kepentingan para pemilik. Akan tetapi dalam usaha pengembangan perusahaan, kadang-kadang manajer memiliki dorongan untuk mengembangkan perusahaan melebihi ukuran optimalnya. Hal ini dilakukan untuk mengejar kompensasi yang tinggi, karena semakin besar ukuran perusahaan semakin tinggi kompensasi yang diperoleh manajer. Jadi manajer yang mengelola perusahaan dengan skala yang besar akan mendapatkan kompensasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan manajer yang mengelola perusahaan dengan skala yang kecil.

Berkaitan dengan masalah kompensasi tersebut, Murphy (1999) menemukan bukti bahwa pertumbuhan penjualan berkorelasi positif dengan tingkat kompensasi. Pengembangan perusahaan yang melebihi tingkat ukuran optimalnya menunjukkan bahwa manajer lebih mementingkan kemakmuran mereka sendiri daripada kemakmuran para pemilik. Perilaku yang demikian yang disebut dengan perilaku oportunistik, dimana manajer mengambil kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri bukan pemilik. Untuk menekan perilaku yang demikian, maka manajer diberi kompensasi berupa gaji yang tinggi maupun fasilitas-fasilitas lainnya, seperti: fasilitas tunjangan kesehatan, tunjangan hari raya, perumahan, kendaraan, tunjangan dana pensiun, dan juga bonus-bonus yang menarik lainnya.

Hipotesis biaya agensi dari hutang (*the agency cost of debt hypothesis*) (Jensen dan Meckling, 1976), juga menyatakan bahwa kompensasi manajerial tergantung tidak hanya pada hubungan keagenan antara pemilik dan manajer, tetapi juga pada kebutuhan untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemilik dan kreditor berkenaan dengan kebijakan investasi. Konflik kepentingan meningkat karena pemilik mendorong untuk menolak proyek-proyek yang memiliki NPV positif yang memberikan manfaat bagi kreditor tetapi menurunkan nilai perusahaan (Myers, 1977), atau mengambil proyek-proyek berisiko tinggi yang memiliki NPV negatif yang meningkatkan nilai ekuitas tetapi mengurangi nilai hutang (Jensen dan Meckling, 1976).

Penolakan terhadap proyek-proyek yang memiliki NPV positif merupakan efek dari informasi asimetri, yang menyebabkan modal utang menjadi lebih mahal sehingga terjadi pemilihan terbalik. Akibat dari penolakan terhadap proyek-proyek yang memiliki NPV positif, maka terjadi investasi kurang (*under-investment*). Menurut Myers dan Majluf (1984), bahwa jika modal internal tidak mencukupi kebutuhan investasi, maka perusahaan tidak akan mendanai investasi melalui penerbitan ekuitas baru karena akan menurunkan nilai perusahaan. Namun seperti yang ditunjukkan oleh Jensen dan Meckling (1976), manajer-manajer yang bertindak oportunis terhadap kepentingan pemilik tergantung pada insentif berbasis kepemilikan (*equity-based incentives*) mereka untuk memaksimalkan nilai para pemilik. Bagaimanapun, semakin tinggi insentif berbasis saham (*equity-based*

incentives) akan meningkatkan kepemilikan bagi manajer, dan dengan meningkatnya kepemilikan oleh manajer, maka manajer akan lebih berhati-hati didalam mengambil keputusan. Oleh karena itu, bonus saham menjadi pilihan insentif manajer untuk mengurangi perilaku oportunistik mereka.

Sejak Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan *agency theory*, banyak perhatian kepustakaan telah difokuskan pada bagaimana bentuk kompensasi dan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) yang dapat digunakan untuk menyelaraskan kepentingan pemilik dan manajer (Harford dan Li, 2005). Tahun 1990 insentif berbasis pemberian saham cuma-cuma “*the grants of equity-based incentives*” (*option and restricted stock grants*) kepada manajer perusahaan mengalami pertumbuhan yang eksplosif (Murphy, 1999). Peningkatan ini terjadi kemungkinan disebabkan karena nilai arus tahunan dari pemberian saham baru secara cuma-cuma kepada manajer adalah sama seperti nilai dari pengaruh insentif jabatannya saat ini. Jika kompensasi berubah atau meningkat mengikuti investasi, ini merupakan pengaruh dinamis dari kompensasi, dan dapat menutup kerugian yang biasanya diselaraskan asal saja jabatan *CEO's* masih ada saat ini (Harford & Li, 2005).

Di samping *grants* sebagai *equity-based stock*, maka *stock options* juga digunakan sebagai *executive remuneration* untuk menyelaraskan insentif manajer dengan pemilik, dan memotivasi manajer untuk memaksimalkan nilai pemegang saham (Pastermack. & Rosenberg, 2002). Bentuk kompensasi berbasis saham kepada

manajer yang berupa hak untuk membeli saham perusahaan dengan harga tertentu pada tanggal tertentu adalah *stock option grant*, sebagai *call option (stock option incentive)*. Jika manajer mengeksekusi *call option* tersebut, berarti manajer meningkatkan kepemilikannya dalam perusahaan, dengan demikian ini berarti menutup atau mengurangi risiko investor dan menambah risiko bagi dirinya. Bentuk kompensasi lainnya yang berbasis saham adalah *restricted stock grant*, yaitu merupakan insentif saham kepada manajer dengan batasan-batasan tertentu.

Kompensasi dalam bentuk *stock options* ini dimotivasi oleh kenyataan bahwa mereka diharapkan memberikan insentif untuk meningkatkan risiko dan, dengan demikian, membuat pilihan risiko manajer tertutup untuk mewakili investor (Pastermack & Rosenberg, 2002). Adanya kompensasi berbasis saham, baik *stock option grant* maupun *restricted stock grant*, manajer akan mendapat tambahan saham baru jika manajer mengeksekusi *stock option (stock option grant)* tersebut. Hal ini akan menambah risiko bagi manajer, sebagai konsekuensi dari adanya tambahan kepemilikan atas saham perusahaan, yang berarti mengurangi sebagian risiko investor lain.

Agency theory (Jensen dan Meckling, 1976), memprediksi bahwa insentif menggerakkan keputusan investasi, dengan demikian, maka insentif baik dalam bentuk *stock option grant* maupun *restricted grant* dapat meningkatkan harga saham dan menurunkan risiko jika dikaitkan dengan investasi. Penelitian mengenai hubungan antara *equity incentive* dan nilai perusahaan, dengan menggunakan

pengukuran **Tobin's Q** dilakukan oleh Morck, *et al* (1988) dan McConnell dan Servaes (1990), menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif (meskipun tidak linier) antara **Tobin's Q** dengan *managerial ownership*. Selanjutnya Aggarwal dan Samwick (2003), mengestimasi hubungan bersama antara insentif dan **Tobin's Q**, dan antara insentif dan investasi. Hasil pengamatan menunjukkan bahwa keduanya, **Tobin's Q** dan investasi meningkatkan insentif. Pasternack dan Rosenberg (2002), dalam penelitiannya mereka menemukan pengaruh antara insentif (dalam konteks ini, *stock option incentives*) dan nilai perusahaan, kedua insentif tersebut, yaitu insentif meningkatkan harga saham dan insentif meningkatkan risiko, serta investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun tidak menemukan pengaruh antara *stock option* dengan investasi perusahaan.

Berbagai model teoritikal menunjukkan bahwa rencana kompensasi manajer dapat menurunkan atau mengurangi pengaruh penyimpangan *leverage* keuangan (Garvey and Mawani, 2005). Oleh karena itu, perusahaan dengan *leverage* keuangan yang tinggi akan menawarkan kompensasi berbasis saham (*stock-based compensation*) untuk mengurangi penggunaan hutang. Keberadaan utang, memungkinkan pemilik menawarkan kepada para manajer untuk menggunakan asset pengganti guna mengurangi risiko. Namun demikian, penggunaan utang sebagai pembiayaan investasi sebenarnya justru akan menguntungkan pemilik saham jika **rate of return** dari investasi yang dibiayai tersebut lebih tinggi dari biaya utangnya (Brealy & Myers, 1991). Oleh karena itu, untuk mengurangi risiko kesalahan dalam

penggunaan hutang dan menyelaraskan hubungan antara pemegang saham, manajer dan pemilik obligasi, maka insentif manajer yang berbasis saham (*stock-based compensation*) menjadi alternatif yang dipilih.

Pengeluaran-pengeluaran modal untuk investasi sebagai pangkal dari kegiatan usaha atau operasi perusahaan memerlukan perencanaan dan perhitungan yang matang. Hal ini mengingat bahwa pengeluaran-pengeluaran biaya investasi ini memerlukan dana yang cukup besar, waktu yang lama dan penuh dengan ketidakpastian, sehingga mengakibatkan risiko yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Aggarwal dan Samwick (2003), menemukan bahwa investasi dan kinerja perusahaan meningkatkan insentif, bahkan kinerja perusahaan meningkatkan insentif pada semua tingkatan insentif. Hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa semakin tinggi investasi yang dilakukan perusahaan, akan cenderung semakin besar insentif yang diberikan kepada manajer. Demikian juga, semakin tinggi kinerja perusahaan, maka akan semakin tinggi insentif yang akan diterima pada semua tingkatan manajer. Positifnya hubungan antara investasi dengan insentif, maka selanjutnya dianjurkan bahwa kontrak dengan manajer disusun untuk memusatkan pembicaraan pada masalah ini. Akan tetapi Guo (2006), dalam penelitiannya menemukan bahwa *stock bonus* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *ROA*. Hal ini menjadi kontradiktif dengan konsep *stock based compensation* dan *equity based incentives* yang ditujukan kepada manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, dan mencederai hubungan antara investasi dan insentif seperti dijelaskan di atas.

Meningkatnya investasi biasanya akan diikuti oleh kenaikan pengeluaran modal (*capital expenditure*), karena pengeluaran modal merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari investasi. Pengeluaran biaya modal dilakukan untuk memperluas jaringan investasi yang sudah dibangun. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Harford dan Li (2005), menemukan bahwa **CEO's** akan dihargai karena berhasil mencapai pertumbuhan melalui akuisisi, dan mencoba memperluas pertumbuhan melalui pengeluaran modal (*capital expenditure*). Temuan tersebut memberikan implikasi bahwa semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin besar insentif yang diterima oleh para manajer (*CEO's*). Pertumbuhan perusahaan ini bisa dicapai dengan menambah atau melalui pengeluaran modal (*capital expenditure*), dengan demikian, maka semakin tinggi pengeluaran modal (*capital expenditure*) semakin besar insentif yang diterima oleh para manajer (*CEO's*). Para manajer akan membuat penawaran untuk meningkatkan insentif mereka, dan para manajer akan berusaha untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan melalui *capital expenditure* atau tambahan pengeluaran modalnya. Namun dari hasil uji statistik, koefisien dari ***capital expenditure*** maupun ***acquisition*** tidak signifikan dalam mempengaruhi ***CEO-pay***.

2.4.2.2 Kinerja Perusahaan

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa kinerja perusahaan merupakan hasil dari implementasi kebijakan perusahaan yang diukur dalam satu periode tertentu. Kinerja perusahaan bukan merupakan hasil akhir dari suatu proses kegiatan perusahaan, melainkan sebagai jembatan dan barometer bagi terciptanya tujuan yang

lebih besar dari suatu perusahaan, yaitu kemakmuran pemilik atau peningkatan nilai perusahaan. Setiap tahap dari kegiatan perusahaan yang merupakan bagian dari implementasi kebijakan perusahaan harus di evaluasi untuk mengetahui perkembangannya. Hal ini penting mengingat bahwa manajer sebagai agen harus mempertanggung jawabkan kebijakan yang telah diambilnya kepada para pemilik.

Agency theory dari Jensen (1986), menjelaskan bahwa perbedaan kepentingan antara manajer sebagai agen dengan pemegang saham sebagai pemilik dapat menimbulkan konflik antara manajer dengan pemegang saham. Konflik tersebut sebenarnya merupakan persoalan optimalisasi perusahaan dan pembayaran dividen tunai (*cash dividend*) kepada pemegang saham. Konflik ini terjadi terutama pada perusahaan dengan aliran kas bebas (*free cash flow*) yang besar, karena perusahaan dengan aliran kas yang besar berpeluang untuk melakukan investasi dengan menggunakan kelebihan kas tersebut untuk mengoptimalkan keuntungan. Manajer akan lebih memilih melakukan investasi daripada harus membayar dividen kas kepada para pemegang saham. Konflik ini dapat menimbulkan biaya besar bagi perusahaan, karena pemilik harus mengatasinya melalui mekanisme *monitoring* dan *bonding* dalam keputusan investasi (Barney, 2002).

Perilaku manajer seperti yang dijelaskan di atas disebut dengan perilaku oportunistik, dimana manajer akan mengoptimalkan keuntungan bukan kemakmuran pemegang saham. Mengoptimalkan keuntungan lebih penting bagi manajer, karena dengan mengoptimalkan keuntungan, manajer akan dinilai berhasil dalam memimpin

perusahaan. Keberhasilan ini akan membawa manajer kedalam karier yang lebih tinggi, sehingga manajer akan meminta kompensasi yang lebih tinggi atas keberhasilannya tersebut.

Sebagai hasil implementasi dari kebijakan perusahaan, maka setiap kebijakan perusahaan baik itu berupa kebijakan pendanaan, kebijakan investasi maupun kebijakan dividen akan menentukan besaran atau nilai kinerja yang dicapai. Oleh karena itu, setiap kebijakan perusahaan yang telah diputuskan akan mempengaruhi besarnya nilai kinerja perusahaan, karenanya kebijakan perusahaan diarahkan untuk menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih baik.

Hasil penelitian dari Aggarwal, *et al* (2003), menjelaskan bahwa investasi dan kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap insentif. Jadi, insentif manajer akan meningkat jika kinerja perusahaan naik, dan upaya ini dilakukan dalam upaya untuk meningkatkan motivasi manajer agar meningkatkan kinerjanya. Di dalam teori keuangan tentang struktur modal (Modigliani dan Miller, 1963) dijelaskan bahwa kebijakan penggunaan utang akan dipilih jika *rate of return* atau rentabilitas ekonomis yang dihasilkan perusahaan setelah adanya tambahan modal lebih besar dari biaya modalnya. Berdasarkan penjelasan teoritikal tersebut, maka kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan memiliki hubungan timbal balik (simultan).

2.4.2.3 Nilai Perusahaan

Beberapa perusahaan besar di USA menyatakan tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Seperti dirilis dalam bukunya Horne dan Wachowicz,

(2001), *The Coca-Cola Company*, "tujuan utama manajemen adalah memaksimalkan nilai pemegang saham seiring berjalannya waktu". *The Quaker Oats Company*, "tujuan menyeluruh kami adalah memaksimalisasikan nilai pemegang saham dalam jangka panjang. Demikian juga Mobil, di awal tahun 1992 Mobil mengintensifkan usahanya untuk mencapai tujuan utamanya, yaitu: "membangun nilai pemegang saham".

Seperti dijelaskan sebelumnya dalam bab ini bahwa nilai perusahaan pada dasarnya adalah merupakan nilai keseluruhan dari nilai pasar saham ditambah dengan nilai pasar utang. Hal ini berarti nilai perusahaan akan naik jika harga pasar sahamnya naik, karena nilai pasar utang relatif konstan, maka harga pasar saham menjadi faktor utama naiknya nilai perusahaan. Oleh karena itu, upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan oleh manajer adalah dengan menaikkan harga pasar sahamnya. Persoalan ini akan menjadi rumit manakala manajer punya kepentingan untuk memaksimisasi keuntungan, karena maksimisasi keuntungan adalah merupakan maksimisasi penghasilan perusahaan setelah pajak.

Manajer diangkat oleh para pemegang saham sebagai pemilik untuk memimpin dan menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik. Untuk menjalankan tugas tersebut manajer diberi wewenang penuh dalam hal pengambilan keputusan-keputusan yang menyangkut persoalan perusahaan. Manajer juga diberi kompensasi berupa gaji, bonus, perumahan, tunjangan kesehatan atau fasilitas-fasilitas lain yang dapat dinikmati agar manajer mau menjalankan tugasnya. Oleh

karena itu, keputusan-keputusan yang dibuat harusnya adalah merupakan keputusan-keputusan yang terbaik bagi para pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut antara lain keputusan tentang penentuan sumber pembiayaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen (Weston dan Copeland, 1992).

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa kinerja perusahaan adalah merupakan hasil dari implementasi kebijakan perusahaan. Oleh karena itu, maka setiap kebijakan yang dibuat oleh manajer akan berimplikasi pada kinerja perusahaan. Sebagai pengukur keberhasilan manajer, maka kinerja perusahaan sering digunakan sebagai *signal* oleh investor untuk melihat adanya prospek keuntungan investasi di masa depan. Investor akan tertarik, dan bersedia membeli saham perusahaan dengan harga tinggi jika ada prospek keuntungan yang tinggi di masa depan.

Sebagai dorongan motivasi, manajer akan mendapatkan kompensasi yang tinggi jika kinerja perusahaan meningkat, demikian juga manajer akan mengambil kebijakan utang jika *rate of return* yang dihasilkan lebih besar dari biaya bunganya. Jadi kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan memiliki hubungan yang searah, sedangkan kebijakan perusahaan dengan kinerja perusahaan memiliki hubungan dua arah atau timbal balik, seperti dijelaskan sebelumnya.

Proposisi Dua

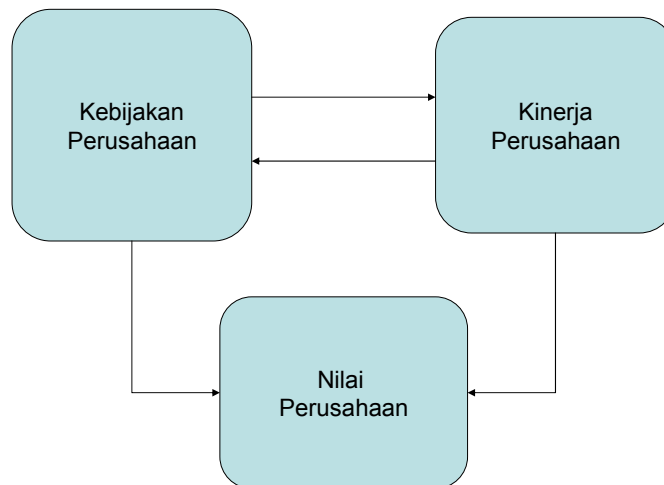
Berdasarkan penjelasan secara teoritik tersebut di atas, maka dapat dibuat proposisi 2 seperti berikut.

Sesuai dengan tujuannya, maka setiap perusahaan akan memaksimalkan nilai perusahaan. Berkenaan dengan hal itu, maka manajer diberi wewenang untuk

mengambil kebijakan dalam menjalankan operasinya. Meskipun demikian untuk mencapai tujuan tersebut tidaklah mudah, karena untuk mencapai tujuan tersebut akan sangat tergantung dari bagaimana kebijakan perusahaan itu dibuat oleh manajer dan diimplementasikannya. Implementasi kebijakan perusahaan akan tercermin dari kinerja perusahaan, demikian juga kinerja perusahaan akan menentukan bagaimana kebijakan perusahaan akan dibuat. Semakin efektif implementasi kebijakan perusahaan, semakin tinggi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan prposisi 2 tersebut di atas, maka secara skematik dapat dibuat model konseptual Proposisi 2, seperti dalam Gambar 2-6 berikut ini.

Gambar 2-6
PROPOSISI 2



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

2.4.3 Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, Kebijakan Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Konsep dasar pemikiran keterhubungan faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan dan nilai perusahaan adalah bahwa kebijakan perusahaan sebagai unsur dari faktor fundamental mikro atau faktor fundamental perusahaan dan nilai perusahaan tidak akan terlepas dari kondisi makroekonomi dan risiko sistematis. Faktor ini sangat berpotensi untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan dan nilai perusahaan. Artinya bahwa setiap kebijakan perusahaan yang diambil akan selalu memperhatikan faktor fundamental makroekonomi, seperti: inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi serta risiko sistematis atau risiko pasar.

Kebijakan perusahaan, seperti halnya kinerja perusahaan sebagai unsur dari faktor fundamental mikro atau faktor fundamental perusahaan disamping sebagai variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan juga merupakan variabel yang dipengaruhi oleh faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis. Jadi dengan demikian, maka faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis dapat berpengaruh langsung dan dapat pula berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan.

2.4.3.1 Faktor Fundamental Makroekonomi

Faktor fundamental makroekonomi sebagai konstruk variabel dengan indikator inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan perusahaan merupakan faktor

eksternal yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan. Pertumbuhan ekonomi sebagai variabel *outcome*, terjadi karena perubahan-perubahan yang terjadi pada inflasi, tingkat bunga dan kurs. Dimana perubahan-perubahan tersebut juga berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis atau risiko pasar. Perubahan-perubahan inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi akan dihadapi oleh semua perusahaan dalam industri tanpa bisa menghindar atau mengurangi meskipun dengan melakukan portofolio investasi.

Para pelaku pasar modal akan menggunakan faktor fundamental makroekonomi untuk memprediksi pergerakan harga saham. Hal ini disebabkan karena kekuatan dari faktor fundamental makroekonomi ini acap kali digunakan sebagai barometer keberhasilan suatu pemerintahan. Pemerintah akan selalu mengendalikan harga barang-barang kebutuhan pokok dan umum untuk menekan inflasi, pemerintah akan mengendalikan tingkat suku bunga untuk meningkatkan kegiatan investasi, dan pemerintah juga akan mengendalikan neraca pembayaran untuk menekan kurs. Demikian juga pemerintah akan menggunakan pertumbuhan ekonomi untuk mengukur keberhasilan dalam meningkatkan kesejahteraan masyarakatnya.

Fenomena yang terjadi sejak tahun 1998 atau setelah krisis ekonomi, banyak perusahaan yang mengalami kebangkrutan, baik perusahaan dengan skala besar maupun skala kecil. PT. Texmaco, Tbk dan PT. Dirgantara Indonesia adalah contoh dari dua perusahaan besar yang mengalami kebangkrutan, sehingga terpaksa harus

merumahkan ribuan karyawannya untuk menjaga eksistensi perusahaan tersebut. Kasus BLBI, baik BLBI 1 (BCA) dan BLBI 2 (BDNI) adalah contoh yang menjadi bukti empirik dari beberapa kasus perbankan di Indonesia sebagai akibat dari krisis ekonomi tahun 1998. Banyaknya perusahaan yang mengurangi usahanya atau mengalami kebangkrutan menggambarkan bahwa kinerja perusahaan tersebut terus menurun. Oleh karena itu, manajemen harus mengambil langkah-langkah strategis dengan mengambil kebijakan untuk menyelamatkan perusahaan dari kepailitan.

2.4.3.2 Risiko Sistematis

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa risiko sistematis terjadi akibat tekanan-tekanan dari faktor fundamental makroekonomi, yaitu: inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi (Markowitz, 1958). Inflasi dan tingkat bunga yang tinggi, kurs yang melemah serta prospek pertumbuhan ekonomi yang rendah akan memicu meningkatnya risiko sistematis, menurunnya kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Penyebab melemahnya atau tekanan-tekanan dari faktor fundamental makroekonomi bisa disebabkan karena krisis global yang melanda hampir seluruh negara di dunia, seperti yang terjadi pada tahun 1998.

Perusahaan sebagai institusi atau lembaga bisnis sangat rentan terhadap tekanan-tekanan dari faktor fundamental makroekonomi tersebut. Langkah-langkah manajer didalam mengendalikan jalannya kegiatan operasi perusahaan sangat berat. Hal ini akan membuat manajer lebih berhati-hati didalam setiap membuat kebijakan yang akan diambilnya. Sebab manajer tidak mau terjebak pada persoalan-persoalan

berat atau kegagalan akibat dari kebijakan yang dibuatnya, terutama pada kebijakan-kebijakan yang sifatnya jangka panjang, seperti: membangun pabrik baru, ekspansi produk, ekspansi pasar atau investasi-investasi lain yang memerlukan modal besar.

2.4.3.3 Kebijakan Perusahaan

Kebijakan perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam mengambil langkah-langkah strategis untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Di dalam mengambil kebijakan, manajer akan selalu memperhatikan faktor dari luar perusahaan, khususnya faktor ekonomi atau yang dikenal dengan faktor fundamental makroekonomi. Perkembangan inflasi, tingkat bunga, kurs dan proyeksi pertumbuhan ekonomi akan selalu dipertimbangkan dalam setiap mengambil kebijakan yang akan diputuskannya.

Kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan pendistribusian laba atau kebijakan dividen adalah merupakan kebijakan yang selalu diputuskan manajer untuk menjalankan usahanya. Kebijakan investasi akan diputuskan untuk menambah peralatan baru jika ada kecenderungan kondisi ekonomi mebaik, kebijakan pendanaan akan diputuskan untuk menggunakan utang jika tingkat suku bunga rendah, dan kebijakan dividen akan diputuskan membagi *cash dividend* jika perusahaan untuk sementara waktu tidak melakukan ekspansi usaha, yang disebabkan karena prospek kegiatan ekonomi menurun. Jadi, setiap kebijakan perusahaan akan diputuskan dengan mempertimbangkan faktor fundamental makro atau faktor

fundamental negara, khususnya faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat suku bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi).

2.4.3.4 Nilai Perusahaan

Modigliani dan Miller (1963), menjelaskan bahwa nilai perusahaan adalah merupakan total penjumlahan nilai pasar utang dengan nilai pasar saham. Mengingat bahwa unsur nilai perusahaan terdiri dari nilai pasar utang dan nilai pasar saham, maka faktor fundamental makro, khususnya faktor fundamental makroekonomi sangat menentukan nilai perusahaan. Pergerakan harga saham tidak akan terlepas dari faktor inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

Logika teori ekonomi mengatakan bahwa kenaikan inflasi, tingkat bunga dan kurs akan menurunkan tingkat pertumbuhan ekonomi, meningkatkan risiko sistematis dan menurunkan harga saham. Hal ini disebabkan karena naiknya inflasi, tingkat bunga dan kurs adalah motor penggerak investasi. Pemerintah menggunakan instrumen ini melalui kebijakan moneter dan kebijakan fiskal untuk menstabilkan harga-harga barang kebutuhan pokok dan umum, serta memacu peningkatan pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, pergerakan harga saham akan sangat dipengaruhi oleh perubahan-perubahan dalam faktor fundamental makroekonomi.

Di samping faktor fundamental makroekonomi sebagai faktor eksternal, maka pergerakan harga saham juga dapat dipengaruhi oleh kebijakan perusahaan sebagai unsur dari faktor fundamental mikro yang berasal dari dalam perusahaan. Seperti dijelaskan dalam teori struktur modal (Modigliani dan Miller, 1963), bahwa

dalam pasar modal yang sempurna dan ada pajak perseroan, maka penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. *Pecking order theory* (Myers, 1984), yang berbasis pada *asymetri information* dan menggunakan pendekatan *accrual basis* maupun *free cash flow theory* (Jensen, 1986), yang berbasis pada pembayaran *cash dividend* dan menggunakan pendekatan *cash basis* terhadap pembiayaan investasi, maka makna dari pembiayaan investasi tersebut adalah menggunakan sumberdana dengan biaya modal yang rendah. Jadi, jika biaya modal rendah, maka kemungkinan besar perusahaan dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi, sehingga dapat menutup biaya modalnya. Kondisi ini akan menarik investor, karena ada *signal* keuntungan dimasa depan dari investasinya.

Kebijakan perusahaan lainnya adalah kebijakan investasi dan kebijakan pendistribusian laba atau kebijakan dividen. Kebijakan investasi berkenaan dengan penanaman modal untuk pembelian aktiva jangka panjang yang penggunaannya membutuhkan waktu lebih dari satu tahun. Sedangkan kebijakan dividen berkaitan dengan pendistribusian laba untuk dibagikan sebagai dividen. Seperti halnya kebijakan pendanaan, maka kebijakan investasi dan kebijakan dividen juga dimaksudkan untuk meningkatkan kesejahteraan para pemilik, yaitu melalui peningkatan nilai perusahaan.

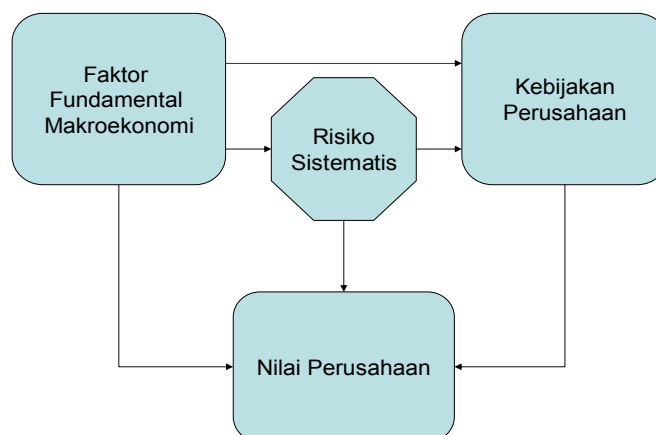
Proposisi Tiga

Berdasarkan pada penjelasan empirik tersebut di atas, maka dapat dibuat Proposisi 3 seperti berikut.

Harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan tidak akan lepas dari faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan faktor fundamental mikro, khususnya kebijakan perusahaan. Tekanan-tekanan dari faktor fundamental makroekonomi dapat menyebabkan harga saham menjadi tidak menentu akibatnya risiko sistematis meningkat. Kondisi ini juga diperkuat dengan faktor kebijakan perusahaan yang sebenarnya dimaksudkan untuk mengendalikan jalannya perusahaan. Semakin rendah tekanan-tekanan dari faktor fundamental makroekonomi, semakin rendah risiko sistematis. Semakin rendah tekanan-tekanan dari faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, maka semakin tinggi kemampuan untuk menyesuaikan serta menyelaraskan diri dari tekanan-tekanan tersebut. Kondisi ini akan membuat kebijakan perusahaan semakin efektif, dan akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan Proposisi 3 tersebut di atas, maka secara skematik dapat dibuat model konseptual Proposisi 3, seperti pada Gambar 2-7 berikut ini.

Gambar 2-7
PROPOSISI 3



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

2.4.4 Faktor Fundamental Makroekonomi, Faktor Fundamental Perusahaan, Faktor Teknikal dan Nilai Perusahaan

Konsep dasar pemikiran keterhubungan faktor fundamental makroekonomi, faktor fundamental perusahaan faktor teknikal dan nilai perusahaan adalah bahwa nilai perusahaan sebagai representasi dari harga saham dipengaruhi oleh faktor-faktor tersebut. Faktor teknikal adalah merupakan tanggapan pasar sebagai reaksi dari faktor fundamental makroekonomi dan faktor fundamental perusahaan. Artinya bahwa analisis teknikal selalu berlandaskan pada faktor-faktor fundamental, baik faktor fundamental makroekonomi maupun faktor fundamental perusahaan.

2.4.4.1 Faktor Fundamental Makroekonomi.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa faktor fundamental makroekonomi sebagai bagian dari faktor fundamental negara adalah merupakan faktor yang menyebabkan pergerakan harga saham dan volume transaksi perdagangan saham. Faktor ini berasal dari kondisi ekonomi suatu negara yang ditunjukkan dari pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi. Peristiwa-peristiwa yang terjadi dari pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi tersebut akan direspon oleh pasar. Respon pasar terhadap peristiwa-peristiwa tersebut bisa positif dan bisa juga negatif, tergantung dari dampak yang ditimbulkan akibat dari pergerakan tersebut.

Berdasarkan respon pasar akibat dari pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi tersebut dapat ditarik suatu kesimpulan terhadap

pergerakan harga saham dan volume transaksi perdagangan saham. Pergerakan harga saham dan volume transaksi perdagangan saham akan membentuk suatu pola harga maupun volume transaksi tertentu. Para pelaku bursa setelah mengetahui pola harga dan volume transaksi tersebut selanjutnya akan bereaksi dengan membeli atau menjual saham tertentu yang telah diamati sebelumnya.

2.4.4.2 Faktor Fundamental Perusahaan.

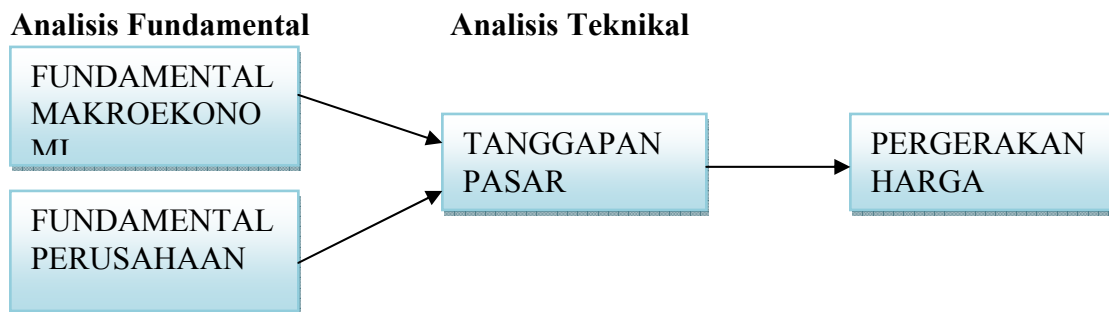
Faktor fundamental perusahaan juga merupakan faktor yang dapat menyebabkan pergerakan harga saham maupun volume transaksi perdagangan saham. Faktor ini berasal dari dalam perusahaan, seperti asset, profit, *trend* atau kecenderungan bisnis perusahaan maupun estimasi nilai saham.

Penelitian ini menggunakan kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan sebagai proksi dari faktor fundamental perusahaan. Kebijakan perusahaan dengan indikator insentif manajer, *capital expenditure* dan *leverage* keuangan dapat menyebabkan pergerakan harga saham dan volume transaksi perdagangan saham. Demikian juga kinerja perusahaan dengan indikator *Return on Asset* (ROA) juga dapat menyebabkan pergerakan harga saham dan volume transaksi perdagangan saham. Hal ini disebabkan karena kebijakan-kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan tersebut akan direspon oleh pasar.

2.4.4.3 Faktor Teknikal.

Faktor teknikal atau analisa teknikal merupakan analisa yang mencakup upaya penarikan kesimpulan sehubungan dengan faktor-faktor fundamental yang

telah menyebabkan pergerakan harga dan volume transaksi perdagangan saham. Asumsi yang mendasari analisis ini adalah bahwa harga dan volume transaksi saham merupakan pernyataan semua faktor fundamental tersebut, yaitu faktor fundamental makroekonomi dan faktor fundamental perusahaan. Oleh karena itu, analisis ini berusaha untuk mengetahui apa tanggapan pasar terhadap peristiwa fundamental, baik fundamental makroekonomi maupun fundamental perusahaan. Secara skematik dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini

Analisis teknikal menggunakan data-data historis yang terbentuk pada harga saham dan volume transaksi. Jadi, analisis ini sebenarnya merupakan kuantisasi atas psikologi pasar (*psychological market*). Analisis ini dalam perkembangannya menekankan pada faktor psikologis dan matematis, dan ada juga yang campuran psikologis dan matematis. Analisis yang menekankan pada faktor psikologis semata-mata menggunakan data mentah OHLC + V (*chart*), lalu mencari keterkaitannya

dengan data-data sebelumnya berdasarkan probabilitas yang paling sering terjadi. Sedangkan analisis yang menekankan pada faktor matematis mencoba mengolah data-data mentah tersebut, mencari intisarinya dengan suatu formulasi tertentu, sehingga dihasilkan angka baru yang akan mengarah pada kesimpulan tertentu.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka analisis teknikal merupakan analisis jangka pendek yang mendasarkan pada pergerakan harga dan volume transaksi perdagangan saham secara harian ataupun mingguan. Harga dan volume transaksi perdagangan saham tidak akan bergerak tanpa adanya gejala terlebih dahulu. Analisis teknikal mengantisipasi ke mana harga saham akan bergerak sebagai hasil dari reaksi para pelaku bursa secara keseluruhan atas informasi yang telah diterimanya, yang telah membentuk suatu pola harga tertentu (Martin Sewell, 2008). Jadi, sebenarnya adalah *psikologi* masa yang telah menggerakkan harga saham, yang didasari perhitungan valuasi dicampur ketamakan dan kecemasan para pelaku bursa, sehingga tidak bisa diukur dengan akal sehat berdasarkan logika.

Para analis teknikal merasa bahwa analisis fundamental tidak terlalu dapat diandalkan, karena kesimpulan yang diperoleh tidak berdasarkan fakta pasar melainkan teori semata. Kesimpulan tersebut diperoleh sebelum pasar menunjukkan reaksi terhadap peristiwa fundamental yang terjadi. Analisis fundamental akan menunjukkan saham-saham mana dalam kondisi sehat dan tidak sehat. Jika saham dalam kondisi sehat, maka dalam waktu dekat tidak berpotensi untuk mengalami *delisting* dari bursa ataupun ketidak aktifan dalam transaksi. Oleh karena itu, analisis

fundamental dalam analisis teknikal digunakan sebatas pilihan saham mana saja yang akan dimasukan dalam portofolio mereka.

2.4.4.4 Nilai Perusahaan.

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan, pergerakannya tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental saja. Akan tetapi ada faktor lain, yaitu faktor teknikal yang menganalisis pergerakan harga saham melalui pendekatan psikologis dan/atau matematis. Para pelaku bursa sebagai manusia yang memiliki rasa takut atau kekhawatiran tidak akan terlepas dari pengaruh psikologis. Pengaruh psikologis digerakan oleh faktor-faktor psikologis, seperti terjadinya *breakout*. Peristiwa *breakout*, sebagai manifestasi dari psikologi market, terjadi ketika resisten harga suatu saham tertembus.

Data historis yang digunakan dalam analisis teknikal merupakan data mentah yang selanjutnya akan diamati dan juga diolah dengan suatu metode tertentu. Oleh karena itu, analisis ini lebih bersifat teknis dan psikologis, sehingga dalam kesimpulannya nanti dapat berbeda dengan kesimpulan dari analisis fundamental yang lebih menekankan pada segi teori. Analisis teknikal lebih banyak digunakan oleh kalangan praktisi atau pelaku bursa saham, sedangkan analisis fundamental lebih banyak digunakan oleh kalangan akademisi.

Terlepas dari persoalan tersebut, baik analisis teknikal maupun analisis fundamental adalah untuk memperkirakan harga saham di masa depan, sehingga kesimpulan dari analisis ini dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan

harga saham. Apabila hasil analisis tersebut menyebabkan harga saham naik, maka berarti nilai perusahaan juga naik, karena harga saham merupakan representasi dari nilai perusahaan. Demikian juga terjadi sebaliknya, jika hasil analisis menyebabkan harga saham turun, maka nilai perusahaan juga akan turun.

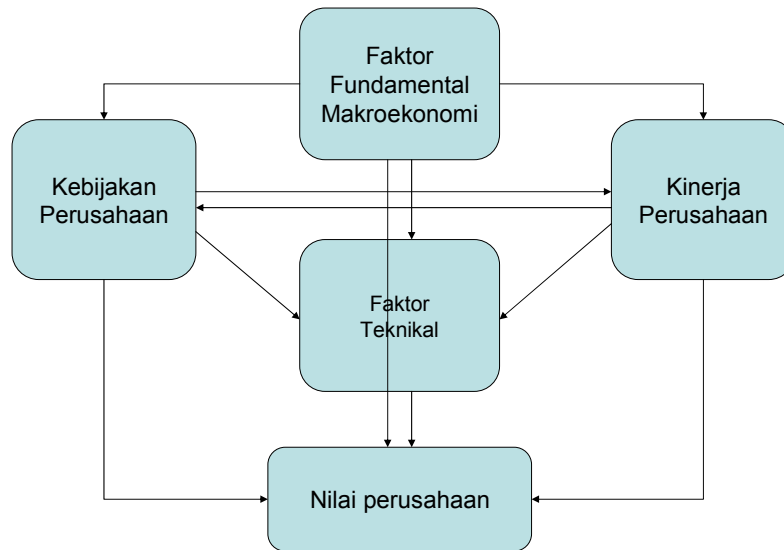
Proposisi Empat

Berdasarkan pada penjelasan empirik tersebut di atas, maka dapat dibuat Proposisi 4 seperti berikut.

Harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental negara (makroekonomi) dan faktor fundamental perusahaan (kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan) saja, akan tetapi juga dipengaruhi oleh faktor teknikal. Faktor teknikal lebih menekankan pada aspek psikologis dan matematis yang dapat menyebabkan para pelaku bursa bertindak tidak rasional dan cenderung mengarah pada tindakan spekulasi. Ketidak rasionalan para pelaku bursa dapat mengakibatkan pada peningkatan atau penurunan harga saham (nilai perusahaan). Semakin tinggi tingkat spekulasi para pelaku bursa dalam membeli saham, semakin tidak menentu harga saham (nilai perusahaan).

Berdasarkan penjelasan Proposisi 4 tersebut di atas, maka secara skematik dapat dibuat model konseptual Proposisi 4, seperti pada Gambar 2-8 berikut ini.

**Gambar 2-8
PROPOSISI 4**



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

Model Teoritik Dasar Penelitian

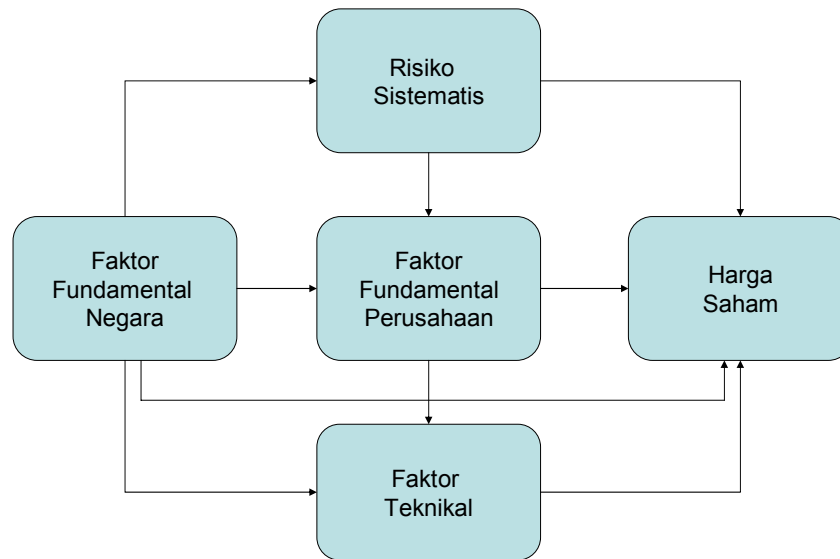
Berdasarkan penjelasan Proposisi 1 sampai dengan Proposisi 4 tersebut di atas, maka faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, faktor fundamental perusahaan dan faktor teknis adalah merupakan faktor-faktor yang berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan nilai perusahaan, baik secara langsung maupun tidak langsung. Faktor fundamental makroekonomi dengan indikator inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi, akan berpengaruh pada risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis selanjutnya akan berpengaruh terhadap kondisi faktor fundamental perusahaan yang diproksi dengan kebijakan perusahaan, dan kinerja perusahaan. Oleh

karena itu, manajer dalam mengambil kebijakan baik kebijakan pendanaan, kebijakan investasi maupun pendistribusian laba akan selalu mempertimbangkan kondisi makroekonomi dan risiko sistematis, karena sasaran dari kebijakan perusahaan adalah peningkatan nilai perusahaan.

Faktor fundamental makroekonomi dan faktor fundamental perusahaan juga mendasari faktor teknikal meskipun hanya sebatas pada kepentingan portofolio. Selanjutnya faktor teknikal juga mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga dalam model ini nilai perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental makroekonomi dan faktor fundamental perusahaan, tetapi juga oleh faktor teknikal.

Berdasarkan pada telaah teori dan proposisi-proposisi seperti dijelaskan di atas, maka dapat dibuat model teoritikal dasar penelitian seperti pada Gambar 2-9, dan penjabarannya pada Gambar 2-10 dan Gambar 2-11 berikut ini.

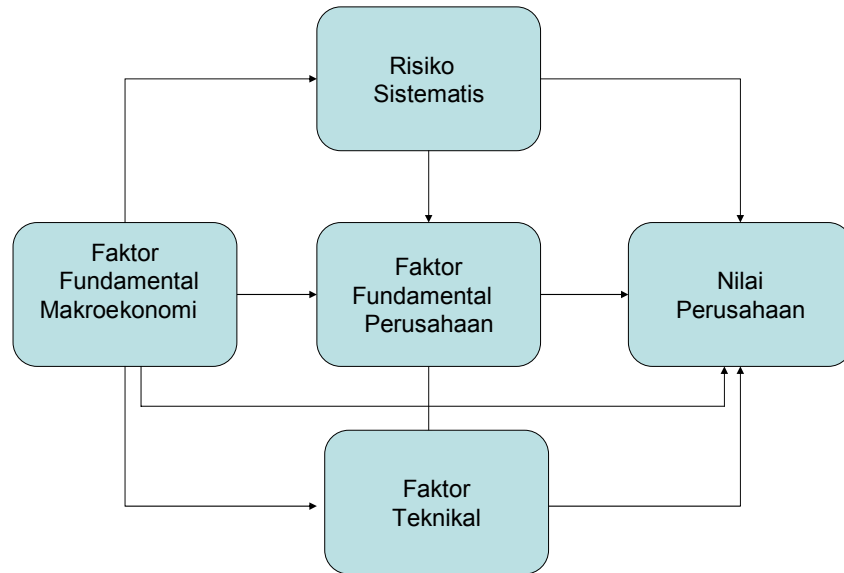
Gambar 2-9
MODEL TEORITIKAL DASAR PENELITIAN



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

Gambar 2-9 tersebut di atas merupakan model awal dari model teoritik dasar penelitian. Variabel-variabel dalam model tersebut menggambarkan konstruk variabel yang terdiri dari faktor fundamental negara, faktor fundamental perusahaan, faktor teknikal, dan risiko sistematis sebagai konstruk variabel independen, serta harga saham yang merupakan representasi dari nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Oleh karena itu, dari Gambar 2-9 tersebut, masih bisa menimbulkan persepsi yang luas terhadap variabel-variabel konstruk tersebut. Untuk mempersempit pengertian dari variabel konstruk tersebut, model pada Gambar 2-9 dijabarkan kedalam model seperti pada Gambar 2-10 berikut ini.

Gambar 2-10
MODEL TEORITIKAL DASAR PENELITIAN
(Penjabaran 1)

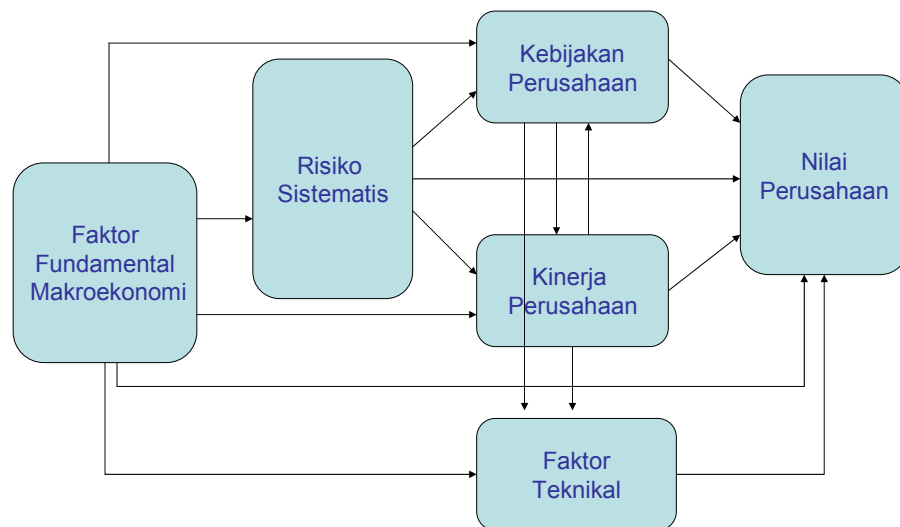


Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini

Gambar 2-10 seperti dijelaskan di atas merupakan penjabaran 1 dari model empirik dasar penelitian pada Gambar 2-9. Pada Gambar 2-10 tersebut sudah lebih jelas konstruk variabelnya, yaitu konstruk faktor fundamental makroekonomi yang dalam penelitian ini diproksi dengan indikator-indikator; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Konstruk faktor fundamental perusahaan diproksi dengan variabel kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan. Konstruk faktor teknikal yang merupakan pergerakan harga saham diproksi dengan teknis atau matematis dan psikologis. Konstruk risiko sistematis diproksi dengan variabel *beta* saham. Sedangkan konstruk nilai perusahaan sebagai yang merepresentasikan harga saham diproksi dengan variabel *Tobin's Q*.

Berdasarkan pada Gambar 2-10 dapat dijabarkan lagi (penjabaran 2) menjadi model teoritikal dasar seperti pada Gambar 2-11, seperti berikut ini.

Gambar 2-11
MODEL TEORITIKAL DASAR PENELITIAN
(Penjabaran 2)



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

Model teoritikal dasar penelitian pada Gambar 2-11, yang merupakan penjabaran 2 dari Gambar 2-9 tersebut, menggambarkan secara lebih terperinci hubungan antara variabel-variabel konstruk faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan, faktor teknikal dan nilai perusahaan. Seperti telah dijelaskan di atas, konstruk faktor fundamental makroekonomi diproksi dengan indikator variabel inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Sedangkan risiko sistematis sebagai variabel *out come* dari dampak perubahan-perubahan faktor fundamental makroekonomi tersebut diproksi

dengan *beta* saham. Konstruk kebijakan perusahaan diproksi dengan tiga variabel, yaitu *leverage* keuangan, *capital expenditure* dan insentif manajer. Selanjutnya variabel kinerja perusahaan menekankan pada *financial performance* dengan indikator variabel *ROA*, *ROE*, *Residual Income* dan *EVA*. Namun dalam penelitian ini, pengukuran kinerja perusahaan menggunakan *ROA*, karena *ROA* yang merepresentasikan kepentingan *stakeholders*. Konstruk variabel teknikal diproksi dengan variabel teknis (matematis) dan psikologis, seperti pergerakan harga saham dan volume transaksi. Konstruk nilai perusahaan diproksi dengan variabel *Tobin' Q*.

Meskipun dalam model tersebut menyertakan faktor teknikal sebagai faktor yang juga berpengaruh terhadap harga saham. Namun dalam model empirik penelitian, faktor teknikal tidak dimasukan ke dalam model. Ada beberapa alasan tidak dimasukannya faktor teknikal ke dalam model empirik, antara lain:

1. Dimensi waktu faktor fundamental dan faktor teknikal berbeda, dimana dimensi waktu analisis fundamental jangka panjang (lebih dari 1 tahun), sedangkan dimensi waktu analisis teknikal jangka pendek, yaitu secara harian, mingguan atau bulanan.
2. Analisis fundamental, khususnya fundamental perusahaan di dalam menilai harga saham mendasarkan pada konsep nilai sekarang dari proyeksi aliran kas yang akan diterima di masa datang (dividen), sedangkan analisis teknikal mendasarkan pada psikologi pasar (*market psychological*) dengan menekankan pada

pendekatan teknis (matematis) dan psikologis, yaitu pergerakan harga dan volume transaksi.

3. Faktor fundamental dalam menilai harga saham rasional dan tidak ada unsur spekulasi sehingga pengukurannya lebih mudah, sedangkan faktor teknikal dalam menilai harga saham tidak rasional (irasional) dan ada unsur spekulasi sehingga pengukurannya sulit dilakukan.

2.5 Pengembangan Hipotesis dan Model Empirik

Berdasarkan penjelasan dan pengembangan model konseptual proposisi, dan model empirik penelitian, maka dapat diajukan beberapa hipotesis penelitian. Pengajuan hipotesis ini digunakan sebagai dasar untuk menyusun model empirik penelitian. Disamping mendasarkan pada model konseptual proposisi, dan model empirik penelitian, maka pengembangan hipotesis juga disusun berdasarkan pada hasil penelitian yang telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya.

2.5.1 Pengembangan Hipotesis

Untuk mempermudah pemahaman terhadap alur teori yang digunakan, maka berdasarkan telaah teori dan proposisi dapat dibuat pengembangan hipotesis penelitian untuk menyusun model empirik dengan hubungan antar variabel dalam model. Pada pengembangan hipotesis tersebut, tidak semua proposisi dihipotesiskan, karena harus disesuaikan dengan tujuan daripada penelitian yang telah dibuat sebelumnya.

2.5.1.1 Pengaruh Inflasi, Tingkat Bunga, Kurs, dan Pertumbuhan Ekonomi

Terhadap Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi merupakan faktor yang banyak mendapatkan perhatian dari para pelaku bisnis di pasar modal. Empat indikator makroekonomi tersebut dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistenmatis atau risiko pasar, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Faktor-faktor tersebut merupakan faktor eksternal dan bersifat *uncontrolable*, meskipun tidak berhubungan langsung dengan kegiatan operasional perusahaan, namun faktor-faktor tersebut akan berpengaruh terhadap kegiatan operasional perusahaan.

Selain faktor fundamental makroekonomi, maka faktor eksternal lainnya adalah faktor politik, hukum, pemerintahan, sosial, budaya, dan teknologi (David, 2003). Faktor-faktor eksternal tersebut juga merupakan faktor yang dapat mempengaruhi risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 1998). Ketidak stabilan pada faktor eksternal tersebut akan menyebabkan lingkungan bisnis menjadi tidak menentu, sehingga kegiatan bisnis menjadi penuh dengan ketidak pastian dan rasa aman.

Investasi membutuhkan lingkungan yang stabil untuk mendapatkan kepastian dan keamanan, sehingga jika ketidak pastian lingkungan tinggi, dan kondisi tidak kondusif membuat investor takut berinvestasi. Oleh karena itu, situasi politik dan keamanan yang tidak kondusif, serta ketidakpastian lingkungan yang tinggi akan

memperburuk iklim investasi, dan dapat berakibat pada perkembangan ekonomi menjadi lambat, karena sektor riil tidak berkembang. Secara makro, kondisi seperti ini akan berdampak pada menurunnya kegiatan ekonomi secara menyeluruh, sehingga aktivitas perusahaan menjadi terganggu, kinerja perusahaan menurun, akibatnya investasi menjadi lebih berisiko, dan kinerja pasar modal juga menurun.

Menurunnya kegiatan ekonomi sebagai dampak dari stabilitas politik dan keamanan, dan ketidakpastian lingkungan, ditandai dengan memburuknya beberapa indikator makroekonomi, seperti meningkatnya inflasi dan tingkat bunga, serta melemahnya kurs dan menurunnya pertumbuhan ekonomi. Di dalam teori ekonomi, inflasi akan menyebabkan tingkat bunga tinggi, artinya jika tingkat inflasi tinggi, maka tingkat bunga juga tinggi. Inflasi juga akan menyebabkan kurs domestik tinggi, jadi jika tingkat inflasi tinggi, maka akan memicu pergerakan kurs pada *level* yang lebih tinggi, dan ini berarti menurunkan nilai rupiah terhadap mata uang asing, khususnya US dollar.

Memburuknya empat indikator ekonomi tersebut berimplikasi pada kegiatan di pasar modal, seperti menurunnya aktivitas perdagangan saham dan volume saham. Investasi melalui pasar modal, khususnya saham menjadi lebih berisiko, dan tidak satupun dari perusahaan yang ada dalam industri mampu menghindar dari risiko ini. Markowitz (1952), menyebutnya risiko ini sebagai risiko sistematis atau risiko pasar. Risiko ini yang layak untuk diperhitungkan, karena risiko sistematis ini tidak dapat

didiversifikasi dengan melakukan portofolio investasi. Risiko ini mencerminkan kontribusi sekuritas (saham) individu terhadap risiko portofolio.

Para investor atau calon investor akan menuntut dalam menghadapi risiko; yaitu semakin tinggi risiko (saham), semakin tinggi tingkat keuntungan yang diharapkan untuk menarik investor dan calon investor membeli atau menahan saham. Investor dan calon investor sangat berhati-hati dalam memilih investasi (saham), akibatnya kegiatan investasi atau transaksi pembelian maupun penjualan surat berharga (saham) menjadi lambat. Lambatnya transaksi perdagangan saham merupakan indikator menurunkan kinerja pasar modal.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi merupakan variabel endogen (dependen), yang memiliki hubungan sangat kuat, dimana inflasi akan menyebabkan tingkat bunga tinggi, kurs melemah dan pertumbuhan ekonomi rendah. Oleh karena itu, untuk menjadikan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi sebagai variabel eksogen (independen), maka konsep yang digunakan terhadap variabel ini adalah konsep persamaan Fisher (*The Fisher Equation*), yaitu:

$$i_t = r_t + \pi_t^e \quad 3)$$

dimana, i_t adalah tingkat bunga nominal pada periode t , r_t adalah tingkat bunga riil pada periode t , dan π_t^e adalah tingkat inflasi yang diharapkan untuk t periode (Emmons (2000)). Jadi r_t adalah tingkat bunga riil yang tidak dipengaruhi oleh inflasi, sehingga merupakan variabel independen. Demikian juga kurs yang digunakan juga

merupakan kurs riil yang tidak dipengaruhi oleh inflasi maupun tingkat bunga, sehingga merupakan variabel independen.

(1) Inflasi, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan, dan Nilai Perusahaan

Seperti dijelaskan di atas, dengan mengembangkan konsep persamaan Fisher (Emmons, 2000), sehingga jika tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi merupakan tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi riil, maka inflasi merupakan variabel independen. Oleh karena itu, ke empat variabel makroekonomi tersebut merupakan variabel independen (eksogen) yang tidak saling berhubungan atau memiliki hubungan secara statistik.

Inflasi dalam penelitian ini merepresentasikan sektor riil dalam mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Inflasi akan terjadi pada setiap perubahan harga, kenaikan inflasi ditandai dengan kenaikan harga-harga barang umum, hal ini membuat permintaan akan barang-barang kebutuhan konsumen menurun, karena daya beli masyarakat menurun. Perusahaan beroperasi dengan biaya tinggi akibat dari kenaikan harga bahan baku untuk produksi. Perusahaan harus menaikkan harga jualnya untuk menutup biaya produksi, sementara daya beli masyarakat menurun, permintaan menurun, akibatnya penjualan perusahaan juga menurun. Menurunnya penjualan perusahaan mengakibatkan perusahaan harus mengurangi kegiatan operasinya, akibatnya kinerja perusahaan menurun. Semua perusahaan akan mengalami hal yang sama, akibatnya investasi di sektor riil juga menurun, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan juga menurun.

Teori ekonomi menyatakan dalam hukum permintaan, bahwa jika harga barang naik, maka permintaan akan barang tersebut akan menurun. Namun di pasar modal dimana komoditi yang diperdagangkan adalah surat berharga, baik berupa saham maupun obligasi yang memiliki karakteristik berbeda dengan barang-barang pada umumnya, maka hukum permintaan bisa saja tidak berlaku disini. Saham misalnya, kenaikan harga saham justru akan menarik banyak investor untuk memburunya, karena dengan naiknya harga saham investor akan mendapat banyak keuntungan. Kenaikkan harga saham di pasar modal dapat dipandang sebagai indikator bahwa kinerja pasar modal baik. Kenaikan harga saham di pasar modal dapat juga dipandang sebagai keberhasilan manajer didalam meningkatkan kinerja perusahaan, karena dalam teori *signaling* meningkatnya kinerja perusahaan merupakan *signal* bagi investor adanya laba (*return*) di masa depan. Harapan adanya laba di masa depan akan menarik investor untuk membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi. Investor, disamping mengharapkan *return* dari dividen juga mengharapkan *return* dari *capital gain*.

Investasi di pasar modal tergolong investasi yang berisiko tinggi, karena sifat komoditinya sangat peka terhadap perubahan-perubahan yang terjadi, baik perubahan yang terjadi di dalam negeri maupun di luar negeri. Perubahan dibidang ekonomi, politik, hukum, pemerintahan, sosial, budaya, dan teknologi yang merupakan faktor dari luar perusahaan dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kegiatan investasi. Oleh karena itu, kenaikan inflasi sebagai salah satu

faktor eksternal dari indikator makroekonomi akan berpotensi untuk menurunkan kegiatan investasi, dan dampak ini akan dialami oleh seluruh perusahaan dalam industri.

Perubahan-perubahan yang terjadi dibidang ekonomi, politik, hukum, pemerintahan, sosial, budaya, dan teknologi adalah merupakan risiko yang harus dihadapi oleh para investor. Para investor tidak bisa menghindarinya, sekalipun melakukan diversifikasi portofolio karena setiap perusahaan akan terpengaruh dengan perubahan ini. Risiko ini seperti dijelaskan sebelumnya disebut dengan risiko sistematis, dan menurut teori portofolio (Markowitz, 1952), risiko ini tidak dapat dieliminasi dengan melakukan portofolio.

Menurunnya kegiatan investasi akibat dari meningkatnya inflasi, dan naiknya harga barang-barang pada umumnya akan mempengaruhi kegiatan perusahaan. Kegiatan perusahaan menjadi menurun, karena perusahaan tidak mampu menjual produk yang telah dihasilkan, akibatnya laba perusahaan juga menurun. Menurunnya laba perusahaan akan ditangkap oleh investor dan calon investor sebagai penurunan kinerja perusahaan, dan ini sebagai *signal* terhadap peluang investasi di pasar modal yang tidak menarik. Tidak menariknya peluang investasi di pasar modal dapat memicu investor untuk mengalihkan investasinya pada investasi lain yang lebih menguntungkan, khususnya pada investasi jangka pendek untuk mengejar profit. Kondisi ini memacu perdagangan saham menurun, akibatnya harga saham juga

menurun, dan dengan menurunnya harga saham berarti menurun pula nilai perusahaan.

Berkenaan dengan masalah tersebut, maka inflasi dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kegiatan di pasar modal. Kegiatan di pasar modal akan meningkat jika inflasi rendah, dan sebaliknya akan menurun jika inflasi tinggi. Pasar modal sebagai barometer kegiatan investasi akan merespon perubahan inflasi dengan perubahan-perubahan yang terjadi pada risiko sistematis, kinerja perusahaan dan harga saham yang diperdagangkan.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa kinerja perusahaan dan harga saham akan naik jika inflasi turun, dan terjadi sebaliknya jika inflasi naik. Oleh karena itu, kinerja perusahaan dan harga saham akan berubah berlawanan dengan perubahan inflasi. Sedangkan risiko sistematis akan berubah searah dengan perubahan inflasi, jika inflasi naik, maka risiko sistematis juga naik, demikian juga sebaliknya.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 1, Hipotesis 2, dan Hipotesis 3 sebagai berikut :

Hipotesis : 1

Inflasi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi inflasi, semakin tinggi risiko sistematis.

Hipotesis : 2

Inflasi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi inflasi, semakin rendah kinerja perusahaan.

Hipotesis : 3

Inflasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi inflasi, semakin rendah nilai perusahaan.

(2) Tingkat Bunga, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan, dan Nilai Perusahaan

Seperti halnya inflasi, maka tingkat bunga dalam penelitian ini juga menggunakan tingkat bunga dari konsep persamaan Fisher, sehingga tingkat bunga yang digunakan adalah tingkat bunga riil. Dimana tingkat bunga riil ini merupakan tingkat bunga nominal setelah dikurangi dengan tingkat inflasi pada periode yang sama (Emmons, 2000). Tingkat bunga merupakan faktor penting dalam melakukan keputusan investasi, karena tingkat bunga dapat digunakan sebagai barometer biaya sekaligus pendapatan bagi para pelaku bisnis. Meningkatnya tingkat bunga dapat menyebabkan harga-harga naik, karena perubahan tingkat bunga searah dengan perubahan inflasi. Seperti halnya inflasi, maka tingkat bunga dalam penelitian ini

juga merepresentasikan sektor riil dalam mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Pemerintah sering menggunakan instrumen tingkat bunga untuk menarik investor agar melakukan investasi di sektor riil. Pemerintah mengharapkan jika tingkat bunga diturunkan, maka kegiatan investasi di sektor riil akan meningkat. Meningkatnya investasi di sektor riil dapat berdampak pada peningkatan kegiatan di pasar modal, dan dengan meningkatnya kegiatan pasar modal, maka kinerja pasar modal juga meningkat. Meningkatnya kegiatan di pasar modal juga dapat berpengaruh pada penurunan risiko pasar, karena perusahaan-perusahaan dalam industri memperoleh efek positif dari penurunan tingkat bunga.

Penurunan tingkat bunga juga berpotensi untuk menurunkan harga bahan kebutuhan pokok untuk industri, sehingga harga pokok produksi juga rendah. Bagi perusahaan, hal ini sangat positif pengaruhnya karena perusahaan dapat menjual produknya dengan harga yang terjangkau oleh masyarakat. Akibatnya, penjualan perusahaan meningkat, dan dengan demikian laba perusahaan juga naik. Naiknya laba perusahaan dapat dipakai sebagai ukuran atau *signal* bahwa kinerja perusahaan baik, sehingga investor tertarik untuk melakukan investasi.

Sejalan dengan kenaikan inflasi, maka kenaikan tingkat suku bunga juga tidak dapat dihindari, semua investor akan terkena dampaknya dari kenaikan tingkat suku bunga tersebut. Naiknya tingkat suku bunga berjangka akibat dari kebijakan pemerintah dapat menyebabkan investor mencari alternatif investasi lain yang lebih

menguntungkan. Investor akan berusaha menghindar dari investasi yang berisiko tinggi di pasar modal, kemungkinan dengan menempatkan sementara waktu dananya pada obligasi pemerintah atau deposito yang memiliki risiko lebih rendah. Akibatnya kegiatan di pasar modal menurun, kegiatan transaksi dan perdagangan saham menurun, kinerja pasar modal menurun. Menurunnya kegiatan di pasar modal menggambarkan turunnya kinerja pasar modal, dan ini akan memacu turunnya harga-harga saham di pasar modal (bursa)..

Berkenaan dengan masalah tersebut di atas, maka perubahan tingkat suku bunga dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Naiknya tingkat suku bunga akan meningkatkan risiko sistematis, dan menurunkan kinerja perusahaan serta nilai perusahaan. Perubahan tingkat suku bunga searah dengan perubahan risiko sistematis dan berlawanan dengan perubahan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 4, Hipotesis 5 dan Hipotesis 6 sebagai berikut :

Hipotesis : 4

Tingkat bunga berpengaruh positif terhadap risiko sistematis.

Semakin tinggi tingkat bunga, semakin tinggi risiko sistematis.

Hipotesis : 5

Tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Semakin tinggi tingkat bunga, semakin rendah kinerja perusahaan.

Hipotesis : 6

Tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi tingkat bunga, semakin rendah nilai perusahaan.

(3) Kurs, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan, dan Nilai Perusahaan

Kurs sebagai indikator ekonomi ketiga setelah inflasi dan tingkat bunga, menggambarkan nilai tukar rupiah terhadap dollar (\$). Kurs yang digunakan dalam penelitian merupakan kurs *spot* yang diadopsi kedalam konsep persamaan Fisher. Kurs merupakan variabel eksogen yang tidak dipengaruhi oleh inflasi dan tingkat bunga, yaitu kurs riil yang terjadi pada periode t (Emmons, 2000).

Nilai kurs yang menguat menunjukkan bahwa nilai rupiah terapresiasi atau naik terhadap dollar (\$). Sedangkan nilai kurs yang melemah menunjukkan bahwa nilai rupiah terdepresiasi atau turun terhadap dollar (\$). Pada penelitian ini nilai kurs merepresentasikan sektor luar negeri dalam mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Perubahan kurs dapat menyebabkan perubahan harga barang, terutama barang-barang yang diimpor. Jika perusahaan menggunakan bahan baku impor, sudah pasti bahwa perusahaan tersebut akan terkena dampaknya. Globalisasi perdagangan dunia memaksa perusahaan-perusahaan untuk menyesuaikan diri agar mampu bersaing dengan perusahaan-perusahaan dari luar. Hal ini berarti penggunaan mata uang asing, khususnya *US dollar* (\$) merupakan hal yang tidak bisa dihindari.

Konsekuensi dari globalisasi akan menyeret perusahaan kedalam kancah bisnis antar negara yang lebih luas. Sehingga risiko yang dihadapi perusahaan jauh lebih besar, karena perusahaan juga harus menghadapi risiko perubahan kurs. Oleh karena itu, perubahan kurs dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko pasar. Hal yang sama juga terjadi dengan kinerja perusahaan, karena jika kurs melemah, maka harga kebutuhan bahan baku impor khususnya naik, dan berarti harga pokok produksi juga naik.

Melemahnya nilai kurs berarti menurunnya nilai mata uang domestik yang disebabkan karena inflasi di dalam negeri lebih besar dari inflasi di luar negeri. Era globalisasi menyebabkan perubahan inflasi di luar negeri akan berpengaruh terhadap perekonomian global maupun nasional (domestik). Akibat dari perubahan kondisi perekonomian tersebut, maka kegiatan investasi di sektor riil menjadi tidak menentu. Oleh karena itu, investor akan mencari alternatif investasi yang lebih menguntungkan, kemungkinan transaksi valas akan menjadi pilihannya, akibatnya kinerja pasar modal menurun, khususnya di sektor riil.

Jadi dengan melemahnya kurs rupiah atau terdepresiasinya rupiah terhadap dollar (\$) dapat menyebabkan risiko sistematis meningkat, karena dengan melemahnya nilai kurs rupiah terhadap dollar (\$) berarti semakin tinggi nilai tukar rupiah terhadap dollar (\$). Perusahaan-perusahaan yang menggunakan bahan baku impor akan lebih besar menerima dampak dari melemahnya kurs. Kondisi ini akan memukul industri di dalam negeri, banyak perusahaan yang mengurangi produksinya akibat tidak mampu membeli bahan baku dan membayar biaya tenaga kerja yang besar. Akibatnya kinerja perusahaan menurun, dan dengan menurunnya kinerja perusahaan, maka harga sahamnya juga akan turun, sehingga nilai perusahaan juga akan turun.

Di sisi lain, para pelaku bursa (investor) akan mengalihkan investasinya pada investasi di pasar uang untuk mengejar keuntungan jangka pendek. Akibatnya, pasar modal banyak ditinggalkan oleh para pelaku bursa, sehingga kinerja pasar modal menjadi menurun, dan harga-harga saham maupun indeks harga saham menurun. Menurunnya kinerja pasar modal berdampak pada menurunnya nilai perusahaan, karena nilai perusahaan merupakan refleksi dari harga saham. Jadi, melemahnya nilai kurs rupiah atau melemahnya nilai rupiah terhadap dollar (\$) akan menurunkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 7, Hipotesis 8, Hipotesis 9 sebagai berikut :

Hipotesis : 7

Kurs berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi nilai rupiah terhadap dolar (kurs), semakin tinggi risiko sistematis.

Hipotesis : 8

Kurs berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi nilai rupiah terhadap dolar (kurs), semakin rendah kinerja perusahaan.

Hipotesis : 9

Kurs berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai rupiah terhadap dolar (kurs), semakin rendah nilai perusahaan.

(4) Pertumbuhan Ekonomi, Risiko Sistematis, Kinerja Perusahaan, dan Nilai Perusahaan

Pertumbuhan Ekonomi merupakan variabel *out come* yang terjadi akibat dari perubahan inflasi, tingkat bunga dan kurs. Berdasarkan teori ekonomi pembangunan bahwa inflasi, tingkat bunga, dan kurs akan berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan pertumbuhan ekonomi. Inflasi, tingkat bunga, dan kurs yang tinggi akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi menurun, dan sebaliknya inflasi, tingkat bunga, dan kurs yang rendah akan menyebabkan pertumbuhan ekonomi meningkat (Mankiw, 2003). Pertumbuhan ekonomi sering juga digunakan sebagai barometer makroekonomi untuk memprediksi investasi. Jika pertumbuhan ekonomi tinggi atau meningkat, maka ada indikasi bahwa prospek investasi juga baik. Oleh karena itu, pemerintah akan menjaga inflasi, tingkat bunga, dan kurs yang rendah untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Seperti halnya inflasi, tingkat bunga dan kurs, pertumbuhan ekonomi sebagai unsur dari faktor fundamental makroekonomi sering digunakan sebagai dasar untuk melihat prospek investasi di masa depan. Mankiw, (2003), mengemukakan bahwa pertumbuhan ekonomi dihitung dengan menggunakan data *gross domestic product* (GDP), yang mengukur pendapatan total setiap orang dalam perekonomian. Jadi, jika suatu negara dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi menggambarkan bahwa pendapatan total setiap orang di negara tersebut juga tinggi. Kondisi ini akan

direspons baik oleh dunia usaha, karena dengan tingginya pendapatan masyarakat, daya beli masyarakat juga meningkat.

Pertumbuhan ekonomi bagi investor dan calon investor akan digunakan sebagai pertimbangan dalam melakukan investasi, karena pertumbuhan ekonomi dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kinerja pasar modal. Pertumbuhan ekonomi yang tinggi menggambarkan peningkatan daya beli masyarakat ((Mankiw, 2003). Meningkatnya daya beli masyarakat akan memacu kegiatan atau transaksi ekonomi meningkat, dan ini *signal* positif bagi perusahaan untuk meningkatkan kegiatannya. Oleh karena itu, pertumbuhan ekonomi yang meningkat, secara langsung maupun tidak langsung akan meningkatkan kegiatan investasi di sektor riil dan aktivitas di pasar modal, akibatnya kinerja pasar modal meningkat.

Meningkatnya kegiatan di pasar modal akibat dari meningkatnya pertumbuhan ekonomi akan dapat menurunkan risiko sistematis, karena harga-harga saham di bursa relatif stabil, dan cenderung meningkat. Jika demikian, maka pergerakan pertumbuhan ekonomi berlawanan dengan pergerakan risiko sistematis. Pertumbuhan ekonomi berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis dengan arah yang berbeda.

Pertumbuhan ekonomi dengan kinerja perusahaan akan bergerak searah, karena pertumbuhan ekonomi akan meningkatkan daya beli masyarakat. Sedangkan meningkatnya daya beli masyarakat akan memacu kegiatan ekonomi meningkat, dan

hal ini akan meningkatkan permintaan terhadap barang dan jasa di masyarakat. Akibat dari peningkatan permintaan ini, perusahaan dapat menghasilkan dan menjual lebih banyak produk untuk mendapatkan laba yang tinggi, yang berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan.

Pertumbuhan ekonomi dengan nilai perusahaan juga akan bergerak searah, karena meningkatnya pertumbuhan ekonomi akan ditangkap sebagai isyarat meningkatnya kegiatan investasi oleh para pelaku bursa (investor). Meningkatnya kegiatan investasi akan meningkatkan aktivitas perdagangan saham dan volume transaksi. Kondisi ini akan meningkatkan harga-harga saham di pasar modal, sehingga indeks harga saham meningkat. Akibatnya, dengan meningkatnya harga-harga saham dan indeks harga saham, maka nilai perusahaan juga meningkat.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 10, Hipotesis 11, dan Hipotesis 12 sebagai berikut :

Hipotesis 10 :

Pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis

Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin rendah risiko sistematis.

Hipotesis 11 :

Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin tinggi kinerja perusahaan.

Hipotesis : 12

Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin tinggi nilai perusahaan.

Markowitz (1952), bahwa Harry Markowitz membedakan risiko menjadi dua, yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis disebut juga risiko pasar, risiko ini ditimbulkan akibat dari kejadian-kejadian di luar perusahaan, seperti bencana alam, perubahan sistem pemerintahan, perubahan ekonomi, politik, hukum, sosial, budaya, dan teknologi. Risiko ini tidak dapat dihindari oleh perusahaan, karena semua perusahaan akan terkena dampak dari perubahan tersebut. Oleh karena itu, investor juga tidak dapat menghindari atau mengurangi dengan melakukan diversifikasi portofolio investasi.

Terjadinya krisis ekonomi tahun 1998 yang melanda seluruh negara di Asia, khususnya kawasan Asia Timur dan Tenggara termasuk Indonesia adalah sebuah contoh dari risiko sistematis. Banyak perusahaan-perusahaan di Indonesia pada waktu itu mengalami kebangkrutan, sehingga banyak terjadi pemutusan hubungan kerja. Kondisi inflasi dan tingkat bunga terus naik, demikian juga kurs, nilai kurs bahkan sampai menembus Rp 15.000,00 per \$1.00 sementara pertumbuhan ekonomi juga menurun.

Perusahaan sebagai bagian dari unit ekonomi akan menghadapi persoalan yang serius jika harus beroperasi pada tingkat risiko pasar yang tinggi, karena risiko pasar yang tinggi dapat membuat kondisi bisnis menjadi tidak menentu. Penjualan perusahaan sulit diprediksikan secara tepat, akibatnya perusahaan juga tidak dapat memprediksikan berapa laba yang akan diperolehnya. Kondisi ini tentunya akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, karena kinerja perusahaan sangat ditentukan oleh hasil penjualan pada setiap periodenya.

Sebaik apapun perusahaan dapat menghasilkan produk namun jika tidak mampu menjual produk yang telah dihasilkannya, maka tidak akan ada artinya. Perusahaan akan banyak kehilangan kesempatan atau peluang untuk mendapatkan laba, akibatnya malah terjadi sebaliknya karena perusahaan harus menanggung beban tetap yang tinggi, dan hal ini dapat menurunkan kinerja perusahaan.

Risiko sistematis atau risiko pasar, seperti telah dijelaskan di muka terjadi disebabkan karena perubahan-perubahan inflasi, tingkat suku bunga dan kurs. Risiko

sistematis berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kinerja perusahaan dan harga pasar saham, karena risiko sistematis sifatnya *uncontrolable*. Risiko sistematis menggambarkan perubahan yang lebih tinggi atau lebih rendah dari *return* saham individu terhadap return pasar, dan diukur menggunakan indikator *beta* saham. Jadi, besarnya *beta* saham menggambarkan risiko yang akan ditanggung oleh pemegang saham individu jika terjadi perubahan *return* pasar.

Berdasarkan teori investasi, meningkatnya inflasi, tingkat suku bunga dan kurs akan menyebabkan *marginal cost of capital* naik. Naiknya *marginal cost of capital* akan menambah beban perusahaan, sehingga dapat menurunkan laba perusahaan. Oleh karena kenaikan inflasi, tingkat suku bunga dan kurs meningkatkan risiko sistematis, maka berarti meningkatnya risiko sistematis juga akan menurunkan laba perusahaan. Dengan demikian sesuai dengan argumentasi teori investasi, maka kenaikan risiko sistematis akan menurunkan kinerja perusahaan.

Menurut teori *CAPM* (Sharpe, *et al*, 1960), *beta* saham sebagai indikator dari risiko sistematis adalah satu-satunya yang mempengaruhi *return* saham. *Beta* saham mempunyai fungsi hubungan yang positif dengan *return* saham, jika *beta* saham naik, maka *return* saham juga naik. Namun di dalam konsep penilaian saham, harga saham mempunyai fungsi hubungan yang terbalik atau negatif dengan *return* saham. Artinya jika harga saham naik, maka *return* saham akan turun. Oleh karena itu, seyogyanya *beta* saham mempunyai fungsi hubungan yang terbalik atau negatif dengan harga saham. Jadi, jika *beta* saham naik, maka harga saham akan turun, dan

naiknya *beta* saham berarti naiknya risiko sistematis, sedangkan turunnya harga saham berarti turunnya nilai perusahaan.

Kinerja perusahaan bagi investor adalah gambaran atau *signal* untuk memutuskan apakah investasi akan dilakukan. Kinerja perusahaan yang baik akan menarik minat investor untuk investasi dengan membeli saham perusahaan melalui pasar modal. Semakin tinggi kinerja perusahaan, semakin banyak investor yang tertarik untuk membeli saham perusahaan, akibatnya harga saham naik. Mengingat bahwa harga saham adalah representasi dari nilai perusahaan, maka naiknya harga saham berarti naik pula nilai perusahaan.

Sejalan dengan teori CAPM (Sharpe, *et al*, 1960), maka para pelaku bursa akan membeli saham yang dapat memberikan *return* tinggi, jika risiko pasarnya tinggi. Perusahaan dengan *beta* saham yang tinggi biasanya harga sahamnya sangat berfluktuasi. Saham yang demikian tidak disukai oleh investor, akibatnya nilai transaksi dan volume perdagangannya akan menurun. Menurunnya nilai transaksi dan volume perdagangan saham akan menurunkan indeks harga saham gabungannya. Penurunan indeks harga saham gabungan menggambarkan penurunan kinerja pasar modal, dan dengan menurunnya kinerja pasar modal, maka nilai perusahaan juga akan menurun.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 13, Hipotesis 14, dan Hipotesis 15 sebagai berikut :

Hipotesis : 13

Risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Semakin tinggi risiko sistematis, semakin rendah kinerja perusahaan.

Hipotesis : 14

Risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi risiko sistematis, semakin rendah nilai perusahaan.

Hipotesis : 15

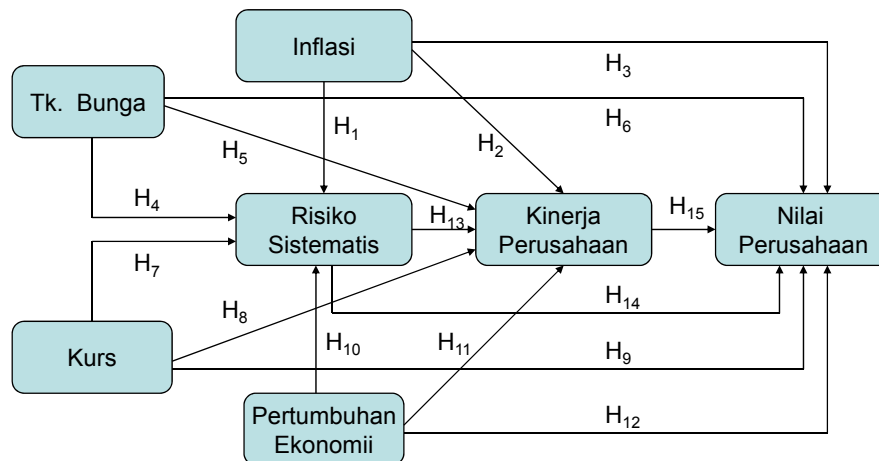
Kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi kinerja perusahaan, semakin tinggi nilai perusahaan.

Model Empirik Penelitian Satu

Model empirik penelitian satu dibuat berdasarkan pada pengembangan hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 15. Model empirik penelitian satu di sajikan dalam Gambar 2-12 berikut ini.

Gambar 2-12
MODEL EMPIRIK PENELITIAN 1



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

2.5.1.2 Pengaruh Insentif Manajer, *Capital Expenditure* dan *Leverage* Keuangan Terhadap Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Struktur kepemilikan saham dapat mempengaruhi arah kebijakan perusahaan didalam masalah pendanaan, terutama yang berkaitan dengan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan atau yang dikenal dengan sumber pendanaan eksternal. Struktur kepemilikan yang tidak mengikut sertakan manajemen sebagai bagian dari pemilik dapat mendorong kecenderungan manajer berperilaku *opportunistik* yang menguntungkan dirinya sendiri. Perilaku ini dapat ditunjukan dengan kebijakan menggunakan utang yang berlebihan didalam memenuhi kebutuhan modalnya.

Tindakan ini tidak disukai oleh pemilik, penggunaan hutang dapat mengurangi pendapatan untuk pemilik, karena perusahaan harus membayar bunga yang lebih besar sehingga keuntungan untuk pemilik menjadi berkurang.

Penggunaan hutang yang berlebihan juga akan meningkatkan risiko kebangkrutan bagi pemilik, pemilik akan menanggung seluruh hutang jika terjadi kebangkrutan. Oleh karena itu, untuk menekan tindakan *opportunistic* manajer agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan, manajer diberi kompensasi seperti; gaji, bonus, ataupun fasilitas-fasilitas menarik lainnya. Di samping itu juga manajer diberi kesempatan untuk memiliki saham perusahaan melalui bonus saham (*restricted stock*).

Penggunaan dana eksternal sebagai sumber dana akan menentukan struktur modal dan nilai kapitalisasi perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), bahwa keputusan manajer dalam menentukan struktur modal adalah untuk menyeimbangkan biaya utang dan biaya modal sendiri, meminimumkan pengaruh mereka terhadap nilai perusahaan. Penggunaan utang sebagai sumber dana eksternal dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, sepanjang *present value* dari penghematan pajak lebih besar dari biaya kebangkrutan akibat dari penggunaan hutang tersebut, seperti dijelaskan dalam *trade-off theory* atau *balancing theory* (Baxter, 1967). *Tade-off theory* tersebut sebenarnya merupakan pengembangan dari teori struktur modal dari Modigliani dan Miller (1963), yang menyatakan bahwa dalam pasar yang

sempurna dan ada pajak, maka penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) dalam *agency theory*, menyatakan bahwa manajer sebagai agen diberi hak dan tanggung jawab untuk mengambil kebijakan-kebijakan penting yang berorientasi pada kepentingan pemilik. Kebijakan-kebijakan tersebut antara lain meliputi kebijakan penentuan sumber-sumber pembiayaan (pendanaan), kebijakan investasi dan kebijakan dividen (Horne & Wachowicz, 2001). Kinerja perusahaan merupakan hasil implementasi dari kebijakan-kebijakan yang telah dijalankan oleh perusahaan. Oleh karena itu, setiap kebijakan perusahaan yang ditetapkan oleh manajemen adalah ditujukan untuk meningkatkan kinerja perusahaan, dan dengan peningkatan kinerja perusahaan tersebut, maka tujuan perusahaan akan tercapai yaitu meningkatkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemiliknya.

Garvey & Mawany (2005), menyatakan bahwa perusahaan dengan *leverage* keuangan yang tinggi akan menawarkan kompensasi berbasis saham untuk mengurangi penggunaan hutang. Investasi dan pengendalian penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena perilaku oportunistik dari manajer menurun, dan tindakan manajer didalam mengambil keputusan-keputusannya berorientasi pada kepentingan para pemilik, yaitu meningkatkan nilai perusahaan.

(1) *Leverage* Keuangan, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Leverage keuangan terjadi karena kebijakan manajer didalam menentukan sumber pembiayaan menggunakan sumber dari luar, khususnya hutang. *Trade-off*

theory atau *balancing theory* yang didasarkan pada pelanggaran asumsi Modigliani dan Miller (1963). Teori tersebut menyatakan bahwa bila pajak perseroan dan biaya kebangkrutan dipertimbangkan, maka hubungan *leverage* dengan nilai perusahaan adalah *non-linier*. Jadi pada batas tertentu penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, yaitu penggunaan hutang yang memberi manfaat berupa penghematan pajak. Namun jika pada titik dimana biaya kebangkrutan melebihi manfaat penghematan pajak, maka penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan.

Manajer sebagai agen diberi hak dan kewenangan untuk mengambil kebijakan, sehingga manajer didalam menjalankan tugas organisasinya tidak terkendala dengan persoalan-persoalan teknis. Kebijakan yang diambil selanjutnya akan diimplementasikan melalui kegiatan-kegiatan operasional perusahaan, dan dari sinilah kebijakan perusahaan akan dinilai. Penilaian dilakukan dengan melihat beberapa indikator rasio keuntungan (*financial performance*), antara lain dengan melihat *ROA*, *ROE*, *Residual Income*, *EVA* atau indikator-indikator lain yang dianggap relevan. Jika dalam kebijakan pendanaan melalui sumber pendanaan eksternal utang dapat menghasilkan rasio-rasio keuntungan yang lebih tinggi dari biaya hutangnya, maka berarti kebijakan tersebut sesuai dengan harapan manajemen, yaitu meningkatkan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, maka kebijakan menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan investasi harus dapat meningkatkan laba bersih perusahaan agar *financial performance*-nya meningkat.

Seperti dijelaskan dalam bab ini bahwa *leverage* keuangan terjadi karena kebijakan perusahaan dalam menentukan sumber pembiayaan investasi menggunakan hutang. Penggunaan sumber pembiayaan dari hutang ini akan membawa konsekuensi bagi perusahaan untuk membayar biaya tetap berupa bunga. Penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan juga akan meningkatkan risiko bagi perusahaan. Oleh karena itu, penggunaan hutang sebagai sumber pembiayaan harus dapat menghasilkan tambahan keuntungan yang lebih besar agar dapat meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham.

Persoalan apakah penggunaan hutang oleh perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan atau tidak, bermula dari studi yang dilakukan oleh Modigliani dan Merton Miller (1958), dimana proposisi yang dikemukakan pada waktu itu adalah bahwa penggunaan hutang tidak relevan dengan nilai perusahaan, sehingga penggunaan hutang bukan merupakan solusi bagi manajer dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Namun pada perkembangan selanjutnya Modigliani dan Miller (1963), mengoreksi asumsi bahwa pajak perseroan membawa efek penghematan pajak, sehingga perusahaan yang menggunakan hutang akan membayar pajak lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan utang.

Jadi koreksi tersebut membawa implikasi pada perubahan proposisi bahwa semakin tinggi perusahaan menggunakan hutang, semakin tinggi nilai perusahaan. *Trade-off theory* atau *balancing theory* sebagai pengembangan dari asumsi

Modigliani dan Miller (1963), didukung oleh studi dari Baxter (1967), Kraus dan Litzenberger (1973), dan Turnbull (1979), yang menyatakan bahwa terdapat keseimbangan antara penghematan pajak dan risiko kebangkrutan dari penggunaan utang.

Berbeda dengan *capital structure theory* (Modigliani dan Miller, 1963), maka *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976), menjelaskan bahwa pemisahan antara pemilik (*principal*) dan manajer sebagai agen dapat mendorong manajer cenderung berorientasi pada kemakmurannya daripada kemakmuran pemegang saham. Perilaku seperti ini (*oportunistik*) cenderung mendorong terjadinya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer (*agency conflict*). Jensen dan Meckling (1976), mengidentifikasi *agency conflict* menjadi dua, yaitu terjadi antara pemilik dan manajer, dan antara pemilik dan kreditor.

Harris dan Raviv (1990), menyatakan bahwa hutang dapat berfungsi sebagai alat bagi pemilik untuk mendorong manajemen untuk bertindak disiplin agar tidak terancam kebangkrutan. Penggunaan hutang juga memungkinkan kreditor untuk mendapatkan informasi yang lebih banyak tentang prospek perusahaan. Penggunaan utang merupakan upaya pemilik untuk membagi biaya pengawasan dengan kreditor. Jika seluruh investasi dibiayai dengan modal sendiri, maka pemilik akan menanggung seluruh biaya pengawasannya, sedangkan jika investasi seluruhnya dibiayai dengan hutang, maka kreditor yang akan menggung seluruh biaya pengawasannya.

Agency cost sebagai akibat dari *agency conflict* akan menjadi mahal jika hanya ditanggung oleh salah satu investor saja, baik ditanggung oleh pemilik saja atau ditanggung oleh kreditor saja. *Agency cost* yang optimal akan tercapai jika biaya marginal pengawasan dari pemilik sama dengan biaya marginal pengawasan dari kreditor. Adanya pengawasan yang seimbang dari pemilik dan kreditor, akan mengurangi atau menekan perilaku oportunistik dari manajer. Oleh karena itu, manajer akan bertindak lebih disiplin, manajer tidak lagi mengejar kemakmuran untuk dirinya sendiri, melainkan lebih menekankan kemakmuran untuk pemilik.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 16 dan Hipotesis 17 sebagai berikut :

Hipotesis : 16

Leverage keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

*Semakin tinggi leverage keuangan, semakin tinggi
kinerja perusahaan.*

Hipotesis : 17

Leverage keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi leverage keuangan, semakin tinggi nilai perusahaan.

(2) *Capital Expenditure*, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Seperti telah dijelaskan sebelumnya dalam bab ini, bahwa *capital expenditure* merupakan pengeluaran uang untuk pembiayaan modal jangka panjang yang hasilnya baru akan diperoleh pada beberapa tahun kemudian. Pengeluaran uang tersebut meliputi pengeluaran uang antara lain untuk pembelian aktiva tetap, biaya pengelolaan limbah, biaya promosi, dan biaya penelitian dan pengembangan. *Capital expenditure* termasuk dalam wilayah kebijakan investasi, dan di arahkan untuk pengembangan atau perluasan usaha agar perusahaan tetap eksis dalam menghadapi setiap persaingan.

Untuk menghasilkan kinerja sesuai dengan yang diharapkan, *capital expenditure* harus didukung dengan manajemen aktiva yang baik, termasuk pengelolaan-pengelolaan sumberdaya yang terkait. Usaha-usaha ini baru akan bisa dilihat hasilnya setelah beberapa tahun kemudian, karena ini menyangkut investasi jangka panjang. Kebijakan dalam *capital expenditure* tidak akan terlepas dari kebijakan pendanaan, sehingga keberhasilan dalam program ini sangat mendukung keberhasilan dalam program pemilihan pembiayaan. Kebijakan ini sejalan dengan teori investasi, yaitu dimaksudkan untuk memperluas kesempatan usaha, dan ini hanya dapat dibenarkan jika kinerja perusahaan baik. Oleh karena itu, sejalan dengan kebijakan pendanaan, kebijakan dalam *capital expenditure* dimaksudkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Manajer sebagai agen yang ditunjuk oleh pemilik (*principal*) untuk menjalankan perusahaan seperti dijelaskan dalam *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976), dalam praktiknya dapat menyimpang dari keinginan pemilik. Manajer akan berusaha untuk mengembangkan perusahaan melalui kebijakan-kebijakan yang diambilnya, terutama pada saat dia dihadapkan pada suatu pilihan investasi. Pilihan investasi sebenarnya merupakan opsional manajer dari peluang investasi, dan ini akan tergantung pada kebijakan manajer. Manajer memiliki dua pilihan, yaitu menerima atau menolak investasi, dan ini sangat tergantung pada ketersediaan pendanaan serta manajer dalam menghadapi risiko.

Pilihan untuk menerima investasi, berarti manajer harus menyiapkan dana untuk membiayai investasi tersebut. Pengeluaran dana untuk membiayai investasi ini merupakan bagian dari *capital expenditure* yang manfaatnya baru akan diperoleh setelah beberapa tahun kemudian. Terlepas dari sumber dana yang digunakan untuk membiayai *capital expenditure* ini, maka jika suatu investasi sudah dipilih berarti ada harapan dari investasi tersebut untuk menambah kekayaan pemilik. Hal ini disebabkan karena investasi yang dipilih adalah investasi yang memberikan NPV positif, dan semakin besar nilai NPV, semakin besar pula tambahan kekayaan untuk pemilik.

McConnel & Muscarella (1985), menyatakan bahwa investasi positif mempengaruhi nilai perusahaan. Artinya jika investasi ditingkatkan, maka nilai perusahaan akan meningkat. Mengingat bahwa pengeluaran biaya untuk keperluan

investasi adalah bagian dari *capital expenditure*, maka berarti *capital expenditure* juga positif mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 18 dan Hipotesis 19 sebagai berikut :

Hipotesis : 18

Capital expenditure berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Semakin tinggi capital expenditure, semakin tinggi

kinerja perusahaan.

Hipotesis : 19

Capital expenditure berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi capital expenditure, semakin tinggi nilai perusahaan.

(3) Insentif Manajer, Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Broussard, Bauchenroth dan Pilotte (2004), menyatakan bahwa ada hubungan antara insentif *CEO (Chief Executive Officer)*, *free cash flow*, dan investasi. Pernyataan tersebut mengindikasikan adanya sensitivitas terhadap insentif manajer (*pay-performance*) dapat mengurangi kepelikan masalah agensi terhadap *free*

cash flow. Seperti dikemukakan oleh Jensen (1986), konflik antara manajer dan pemilik akan tinggi pada perusahaan yang *free cash flow*-nya besar.

Pada perusahaan dengan *free cash flow* besar konflik antara manajer dan pemilik akan menjadi tinggi, karena manajer akan berusaha menggunakan uang kas tersebut untuk investasi bukan dibagikan sebagai *cash dividend* kepada pemilik. Untuk mengurangi konflik tersebut, manajer diberi kompensasi berupa bonus saham agar manajer juga terlibat dalam kepemilikan sehingga *agency conflict* dapat dikurangi. Seperti dijelaskan dalam *agency theory*, Byrd, Parrino dan Pritsch (1998), menyatakan bahwa pengendalian terhadap *agency conflict* dapat dilakukan dengan beberapa mekanisme, antara lain: *compensation, stock ownership, the board of directors, the managerial labor market, the market for corporate control, blockholders and activist investor, serta debt and dividends*.

Berkurangnya *agency conflict* dapat membuat manajer lebih fokus dalam menjalankan tugasnya sebagai agen, dan hal ini dapat meningkatkan kinerja perusahaan, karena manajer sudah tidak dihadapkan lagi pada masalah keagenan. Oleh karena itu, semakin tinggi insentif yang diterima oleh manajer akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya pada bab ini, bahwa beberapa pendapat telah mendukung kompensasi eksekutif sebagai salah satu instrumen untuk mengendalikan perusahaan. *Agency theory* menjelaskan bahwa untuk mengendalikan *agency conflict* dapat dilakukan dengan memberikan kompensasi kepada manajer.

Kompensasi yang diberikan dapat berupa gaji, bonus, tunjangan kesehatan atau fasilitas-fasilitas lainnya untuk menunjang kegiatan manajer dalam mengelola perusahaan.

Bonus saham adalah salah satu insentif yang dapat diberikan kepada manajer sebagai bentuk kompensasi agar manajer mau bertindak sesuai dengan keinginan pemilik. Insentif manajer dalam bentuk bonus saham akan membawa konsekuensi bagi manajer, yaitu meningkatnya kepemilikan oleh manajer (*insider ownership*). Meningkatnya kepemilikan oleh manajer akan mendorong manajer bertindak lebih rasional dalam mengambil keputusan, karena manajer sebagai pemilik akan ikut menanggung konsekuensi dari keputusannya.

Seperti dijelaskan sebelumnya bahwa hipotesis biaya agensi dari utang (Jensen dan Meckling, 1976), menyatakan bahwa kompensasi manajerial tergantung tidak hanya pada hubungan keagenan antara pemilik dan manajer, tetapi juga pada kebutuhan untuk mengurangi konflik antara pemilik dan kreditor berkenaan dengan kebijakan investasi. Jadi, insentif manajer dapat mengurangi masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976), yaitu dengan menurunnya konflik kepentingan antara manajer dengan pemilik, dan antara manajer sebagai pemilik dengan kreditor. Manajer akan lebih memperhatikan kepentingan pemilik dimana manajer sebagai bagian dari pemilik. Oleh karena itu, maka semakin besar insentif yang diberikan kepada manajer, akan semakin rendah konflik yang terjadi antara manajer dan pemilik.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 20 dan Hipotesis 21 sebagai berikut :

Hipotesis :20

Insentif manajer berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Semakin tinggi insentif manajer, semakin tinggi kinerja perusahaan.

Hipotesis : 21

Insentif manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi insentif manajer, semakin tinggi nilai perusahaan.

(4) Kinerja Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen seperti dijelaskan dalam teori pensignalan atau *signaling theory* (Leyland & Pyle, 1977), menyatakan bahwa manajer diasumsikan cenderung mempertahankan kebijakan dividen pada tingkat tertentu, karena dividen akan direspon oleh investor luar sebagai *signal* yang disampaikan oleh perusahaan. Brook, Charlton, dan Hendershoot (1998), menyatakan bahwa dividen tinggi dapat digunakan sebagai *signal* peningkatan aliran kas pada masa datang. Mengacu dari teori tersebut, maka kinerja perusahaan (*ROA*) juga dapat dipakai untuk merespon investor luar sebagai *signal* informasi tentang adanya aliran kas pada masa datang,

karena *ROA* diperoleh dari laba bersih sesudah pajak yang digunakan sebagai dasar perhitungan aliran kas bersih.

Kinerja perusahaan sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya pada bab ini, akan dipandang sebagai barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Jadi, jika kinerja perusahaan baik, yang ditunjukkan oleh besarnya *ROA*, maka investor luar akan meresponnya dengan menanamkan investasinya pada perusahaan. Hal ini dapat mendorong harga pasar saham perusahaan naik, dan dengan naiknya harga pasar saham perusahaan berarti nilai perusahaan juga naik.

Berdasarkan penjelasan teoritis tersebut di atas, maka dapat diajukan Hipotesis 22 sebagai berikut :

Hipotesis : 22

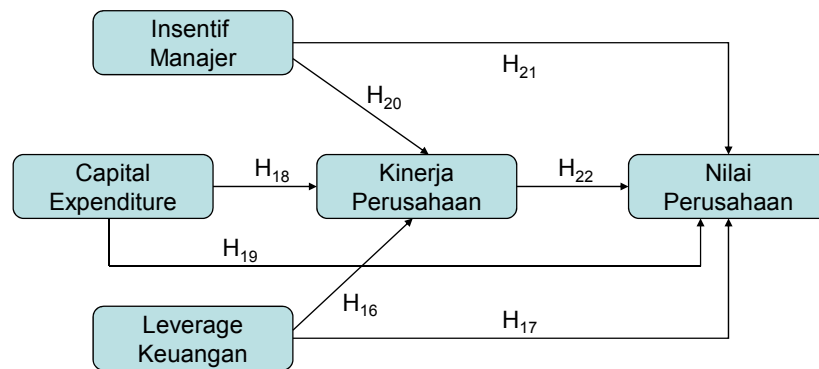
Kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi kinerja perusahaan, semakin tinggi nilai perusahaan.

Model Empirik Penelitian Dua

Model empirik penelitian dua dibuat berdasarkan pada pengembangan Hipotesis 16 sampai dengan Hipotesis 22. Model empirik penelitian dua di sajikan dalam Gambar 2-13 berikut ini.

Gambar 2-13
MODEL EMPIRIK PENELITIAN 2



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

Beberapa asumsi yang mendasari model empirik 1 dan model empirik 2 adalah (1) rasional, (2) mudah dipahami, dan (3) nilai perusahaan dihasilkan dari suatu proses berjenjang.

BAB III

METODE PENELITIAN

Pada bab ini akan dibahas metode penelitian yang meliputi: (1) obyek penelitian, (2) jenis dan sumber data, (3) populasi dan sampel, (4) definisi konsep variabel penelitian, (5) definisi operasional dan pengukuran variabel, (6) teknik analisis, (7) pengujian asumsi klasik, dan (8) pengujian model dan hipotesis. Masing-masing sub dalam bab 3 ini dari poin (1) sampai dengan poin (8) akan dijelaskan secara rinci sebagai berikut.

3.1 Obyek Penelitian.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang sebelumnya dikenal dengan Bursa Efek Jakarta (BEJ), tahun 2004 s/d 2006. Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan penggabungan dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Lokasi ini dipilih karena; **Pertama**, Bursa Efek Indonesia adalah satu-satunya bursa efek di Indonesia yang memperdagangkan surat berharga paling lengkap, semua perusahaan yang **listing** di Indonesia melalui Bursa Efek Indonesia. **Kedua**, data yang tersedia di Bursa Efek Indonesia (BEI) lengkap dan mudah diperoleh. **Ketiga**, data di Bursa Efek Indonesia (BEI) akurat dan dapat dipertanggung jawabkan karena sudah dipublikasikan secara luas melalui ICMD.

3.2 Jenis dan Sumber Data.

Jenis data yang digunakan merupakan data sekunder, dan telah dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia melalui ICMD tahun 2004 sampai dengan tahun 2006 dan Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM). Di samping dari dua sumber tersebut, maka data juga diambil dari laporan tahunan Bank Indonesia tahun 2004 sampai dengan tahun 2006 serta Biro Pusat Statistik (BPS).

Data-data yang diperoleh telah dipublikasikan melalui ICMD dan laporan *auditor independent* antara lain berupa: (1) insentif diluar gaji manajer (saham bonus, *restricted stock*), (2) utang jangka panjang, (3) modal sendiri, (4) harga saham, (5) properti, bangunan, dan perlengkapan (PPE), (6) laba bersih sesudah pajak, (7) *return on asset (ROA)*, dan (8) total aktiva. Sedangkan data-data yang diperoleh telah dipublikasikan melalui Bank Indonesia dan Biro Pusat Statistik antara lain: (1) indeks harga saham gabungan (IHSG) untuk perusahaan manufaktur, (2) inflasi, (3) tingkat bunga, (3) kurs, dan (4) pertumbuhan ekonomi

3.3 Populasi dan Sampel.

Populasi dan sample penelitian ini adalah perusahaan sektor industri manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia selama tiga tahun terakhir, yaitu tahun 2004 sampai dengan 2006 yang berjumlah 152 perusahaan pada tahun 2004, 150 perusahaan pada tahun 2005, dan 156 perusahaan pada tahun 2006. Pemilihan periode 2004 sampai dengan 2006 sebagai periode penelitian didasarkan atas 2

pertimbangan, yaitu: (1) bahwa periode tersebut menyajikan data terakhir yang dipublikasikan oleh *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), (2) bahwa periode tersebut telah melewati masa krisis ekonomi selama *recovery* 6 tahun, sehingga asumsi kondisi ekonomi sudah normal kembali.

Teknik pengambilan sample dalam penelitian ini adalah menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan yang selalu *listed* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2004 sampai 2006, (2) perusahaan yang secara rutin menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama tahun 2004 sampai dengan 2006, (3) perusahaan yang selalu dan secara konsisten tidak masuk dalam *black list* Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian, (4) perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.

Penelitian ini menggunakan data *time series* dan *cross section (pooling data)*, dan berdasarkan kriteria teknik sampling tersebut di atas, maka jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 116 perusahaan. Jumlah tersebut diperoleh setelah dilakukan pemilihan sampel dengan mendasarkan pada kriteria teknik sampling yang telah ditentukan sebelumnya. Prosedur penentuan jumlah sampel yang akan digunakan dapat dilihat seperti pada Tabel 3-1 berikut ini.

Tabel 3-1
Prosedur Pemilihan Sampel

| Keterangan | 2004 | 2005 | 2006 | Jumlah Sampel |
|--|------|------|------|---------------|
| Terdaftar di BEI 2004 s/d 2006 | 339 | 339 | 339 | 1017 |
| Sektor Non Manufaktur | 187 | 189 | 183 | 559 |
| Sektor Manufaktur | 152 | 150 | 156 | 458 |
| Tidak Mempublikasikan LK Secara Rutin dan Masuk <i>Black List</i> di BEI | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sahamnya Tidak Aktif Diperdagangkan di BEI | 36 | 34 | 40 | 110 |
| Tersedia Laporan Keuangan Berurutan | 116 | 116 | 116 | 348 |

Sumber: Data yang diolah untuk disertasi ini.

3.4 Definisi Konsep Variabel Penelitian

Definisini konsep variabel penelitian merupakan definisi yang mendasari variabel penelitian secara teoritik, sehingga konsep variabel yang digunakan dalam penelitian menjadi lebih jelas dalam pengertian konseptual.

3.4.1 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan nilai sekarang dari total penciptaan nilai selama umur perusahaan tersebut (Siddharta, 1997). Lee (1996), menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat dinyatakan sebagai penjumlahan dan total modal yang diinvestasikan ditambah nilai sekarang dari total EVA perusahaan dimasa datang. Sedangkan Bacidore, *et al* (1997), mengilustrasikan komponen nilai perusahaan terdiri dari asset-asset fisik yang ditempatkan, seperti; pabrik dan perlengkapan, real estate, modal kerja, dan sebagainya, dan nilai sekarang dari kesempatan investasi perusahaan pada saat ini dan yang akan datang.

Modigliani dan Miller (1963), menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan penjumlahan nilai pasar utang dengan nilai pasar saham. Nilai perusahaan dapat diproksi dengan *Tobin's Q* dan diukur dengan menghitung rasio total *market value of the firm* dengan *replacement cost of assets* (Clay, 2001). Sedangkan Shin dan Stulz (2000), merumuskan secara terperinci bahwa *q* adalah merupakan nilai pasar modal sendiri (*market value of equity*) *E*, ditambah utang (*debt*) *D*, dibagi dengan *assets* (*A*), atau $q = (E + D)/A$.

Nilai perusahaan dalam penelitian ini menggunakan konsep yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1963). Jadi, sesuai dengan kepentingan manajer, para pemilik, serta investor terhadap pertumbuhan nilai investasinya, maka pengukuran nilai perusahaan yang relevan dalam penelitian ini adalah menggunakan pengukuran *Tobin's Q*.

3.4.2 Faktor Fundamental Makroekonomi

David (2003), menyatakan bahwa aktor fundamental makro merupakan faktor lingkungan yang berasal dari luar perusahaan atau lingkungan eksternal perusahaan. Demikian juga A. Fauzi, *et al* (2001), menyatakan bahwa faktor fundamental makro adalah merupakan faktor-faktor eksternal perusahaan yang diidentifikasi dapat mempengaruhi harga saham. Lebih lanjut David (2003) membagi lingkungan eksternal menjadi lima, yaitu faktor ekonomi; sosial, budaya, demografi, dan lingkungan; faktor politik, pemerintahan dan hukum; faktor teknologi; dan faktor persaingan.

Seperti telah dijelaskan dalam bab 2 bahwa faktor fundamental makro dalam penelitian ini diproksi dengan faktor fundamental makroekonomi, dengan indikator; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi. Volatilitas dari indikator-indikator ekonomi tersebut berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan risiko sistematis, sehingga risiko sistematis merupakan *outcome variable* yang juga sebagai faktor yang dapat mempengaruhi harga saham. Mengingat bahwa risiko sistematis merupakan risiko yang *uncontrollable* atau tidak dapat dikendalikan perusahaan, maka risiko ini masuk dalam kelompok faktor eksternal perusahaan.

Inflasi

Inflasi adalah proses kenaikan harga-harga umum barang-barang secara terus menerus (Nopirin, 1992). Jadi inflasi hanya akan terjadi jika kenaikan harga umum barang secara terus menerus selama suatu periode, meskipun mungkin kenaikan tersebut tidak secara bersamaan. Kenaikan harga diukur dengan menggunakan indek harga, antara lain; indeks biaya hidup, indeks harga perdagangan besar, dan GNP deflator.

Tingkat Suku Bunga

Tingkat suku bunga adalah merupakan harga yang terjadi di pasar uang dan pasar modal (Nopirin, 1992). Fungsi tingkat bunga dalam perekonomian adalah alokasi faktor prduksi untuk menghasilkan barang dan jasa yang dipakai sekarang dan di waktu yang akan datang atau di kemudian hari. Menurut Mankiw (2003), tingkat suku bunga merupakan variabel makroekonomi yang paling penting di antara

variabel-variabel makroekonomi lainnya. Esensinya, adalah bahwa tingkat suku bunga merupakan harga yang menghubungkan masa kini dan masa depan.

Para ahli ekonomi menyebutkan tingkat bunga yang dibayarkan bank kepada masyarakat, jika masyarakat menandatangani tabungan di bank sebagai tingkat bunga nominal, dan kenaikan dalam daya beli masyarakat sebagai tingkat bunga riil. Fisher (1867-1947) merumuskan hubungan tingkat suku bunga nominal (i), tingkat suku bunga riil (r), dan inflasi (π) kedalam suatu persamaan yang disebut dengan persamaan Fisher (*Fisher equation*), $i = r + \pi$.

Tingkat suku bunga dapat dikatakan sebagai penggerak kegiatan ekonomi, hal ini dapat dilihat dari hubungan antara tingkat suku bunga, investasi dan pendapatan nasional. Hubungan tersebut merupakan hubungan yang negatif atau berlawanan, dimana ketika suku bunga tinggi, maka tingkat investasi rendah, dan terjadi sebaliknya. Sedangkan kenaikan investasi akan meningkatkan *aggregate* ekonomi dan pendapatan nasional. Tingkat bunga dari sudut pandang investor merupakan pendapatan dari dana yang diinvestasikan, sehingga jika tingkat bunga deposito naik, investor lebih memilih dananya disimpan dalam bentuk deposito, akibatnya kegiatan investasi di sektor riil menurun. Sedangkan dari sudut pandang perusahaan merupakan konsep biaya akibat penggunaan dana untuk kegiatan operasi perusahaan, sehingga jika tingkat suku bunga kredit naik, maka biaya modal menjadi tinggi, akibatnya kegiatan operasi perusahaan menurun.

Kurs

Kurs adalah harga valuta asing yang dinilai dalam rupiah (Mudrajad, 1996). Valuta asing (valas) dalam hal ini bisa *US dollar*, dolar Singapura, Yen Jepang, Ringgit Malaysia, Yuan RRC, Poundsterling Inggris, dan lain sebagainya yang dinilai dalam rupiah. Menurut konsep teori paritas daya beli (*Purchasing Power Parity*), kurs terjadi akibat perbedaan inflasi di luar negeri dan di dalam negeri. Jika inflasi di luar negeri lebih tinggi dari inflasi di dalam negeri, maka nilai kurs akan naik atau menguat terhadap mata uang lokal, demikian juga sebaliknya.

Para pelaku dalam pasar internasional amat peduli mengenai penentuan kurs valas, karena kurs valas sangat mempengaruhi biaya dan manfaat ”bermain” dalam perdagangan barang, jasa dan surat berharga (Mudrajad, 1996). Era globalisasi membawa konsekuensi pada sistem perekonomian terbuka, sehingga sektor luar negeri menjadi bagian dari kegiatan ekonomi di dalam negeri. Perusahaan-perusahaan domestik atau lokal yang melakukan transaksi perdagangan luar negeri harus menggunakan mata uang internasional atau mata uang negara dimana transaksi ekspor-impor dilakukan. Padahal kondisi ekonomi internal masing-masing negara berbeda, sehingga nilai mata uangnya pun berbeda. Untuk menyamakan nilai mata uang yang berbeda tersebut, maka sistem kurs diberlakukan agar kedua belah pihak yang bertransaksi mendapatkan nilai transaksi yang sama.

Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi dalam analisis makroekonomi mempunyai dua segi pengertian yang berbeda. (Sadono, 2000). Pengertian yang pertama, pertumbuhan ekonomi digunakan untuk menggambarkan bahwa suatu perekonomian telah mengalami perkembangan ekonomi dan mencapai taraf kemakmuran yang lebih tinggi. Sedangkan pengertian yang kedua bertujuan untuk menggambarkan tentang masalah ekonomi yang dihadapi dalam jangka panjang.

Mankiw, (2003), menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi merupakan perkembangan pendapatan yang terus meningkat sehingga memungkinkan orang-orang mengkonsumsi jumlah barang dan jasa yang lebih banyak dan beragam. Schumpeter (1908), menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak akan terjadi secara terus menerus tetapi mengalami keadaan dimana adakalanya berkembang dan pada waktu lain mengalami kemunduran. Konjungtur tersebut disebabkan karena kegiatan para pengusaha (*entrepreneur*) melakukan inovasi atau pembaruan dalam kegiatan mereka menghasilkan barang dan jasa.

Para ahli ekonomi mengukur pertumbuhan ekonomi menggunakan GDP atas dasar harga konstan atau GDP riil, karena GDP riil memberikan ukuran kemakmuran ekonomi yang lebih baik ketimbang GDP nominal (Mankiw, 2003). GDP riil secara matematis dapat dihitung melalui persamaan statistik sebagai berikut:

$$\text{GDP Riil} = \frac{\text{GDP Nominal}}{\text{GDP Deflator}} \quad 4)$$

GDP nominal mengukur nilai uang yang berlaku dari input perekonomian. GDP riil mengukur output yang dinilai pada harga konstan. GDP deflator atau Deflator GDP mengukur harga output relative terhadap harganya pada tahun dasar (Mankiw, 2003). Masih menurut Mankiw (2003), *gross domestic product* (GDP) dalam pos pendapatan nasional dibagi menjadi empat kelompok, yaitu:

- Konsumsi (*C*)
- Investasi (*I*)
- Pembelian pemerintah (*G*)
- Ekspor neto (*NX*)

Jadi, dengan menggunakan simbol *Y* untuk GDP, maka secara statistik persamaan GDP dapat ditulis: sebagai berikut:

$$Y = C + I + G + NX. \quad 5)$$

Risiko Sistematis

Risiko sistematis atau risiko pasar adalah merupakan bagian risiko saham yang tidak dapat eliminasi oleh diversifikasi (Brigham dan Houston, 1998). Risiko sistematis tetap ada setelah diversifikasi, karena risiko sistematis melekat dalam pasar, dan risiko sistematis dapat diukur oleh suatu tingkatan dimana saham tertentu cenderung bergerak ke atas dan ke bawah dengan pasar (Brigham dan Houston, 1998).

Risiko sistematis atau risiko pasar disebabkan oleh pergerakan umum dalam pasar saham dan yang merefleksikan fakta bahwa hampir semua saham secara sistematis dipengaruhi oleh peristiwa seperti; perang, resesi, inflasi, tingkat bunga, pergerakan kurs, kondisi politik, dsb. Kebanyakan saham cenderung dipengaruhi secara negatif oleh faktor-faktor ini, maka risiko sistematis atau risiko pasar tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi, sehingga dalam konteks ini tidak ada satupun perusahaan yang bisa menghindar dari risiko ini.

3.4.3 Faktor Fundamental Mikro

Faktor fundamental mikro adalah merupakan faktor-faktor internal perusahaan yang diidentifikasi dapat mempengaruhi harga saham (A. Fauzi, *et al*, 2001). Faktor-faktor tersebut diantaranya adalah penjualan, pertumbuhan penjualan, kebijakan dividen, RUPS, manajemen, dan kinerja perusahaan. Analisis fundamental menyatakan bahwa setiap investasi saham mempunyai landasan yang kuat (nilai intrinsik), yang dapat ditentukan melalui suatu analisis yang sangat hati-hati terhadap kondisi perusahaan pada saat sekarang dan prospeknya di masa mendatang (Clark, 1988).

Analisis terhadap faktor-faktor fundamental mikro dapat dilakukan dengan menggunakan data keuangan perusahaan, sehingga sering disebut dengan analisis perusahaan. Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa dalam penelitian ini faktor fundamental mikro merupakan konstruk variabel kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan. Kebijakan perusahaan diproksi dengan *leverage* keuangan, *capital*

expenditure, dan insentif manajer. Sedangkan kinerja perusahaan diproksi dengan *Return on Asset (ROA)*.

3.4.3.1 Kebijakan Perusahaan

Kebijakan perusahaan tidak dapat dipisahkan dengan fungsi manajemen keuangan yang menurut Weston dan Copeland (1992), menyangkut tiga fungsi pokok, yaitu keputusan tentang penanaman modal (*investment decision*), pembiayaan kegiatan usaha (*financing decision*), dan pembagian dividen (*dividend policy*). Manajer perusahaan akan mengambil keputusan untuk menentukan jumlah keseluruhan aktiva yang dibutuhkan perusahaan, mengambil keputusan tentang sumber pendanaan perusahaan dan mengambil keputusan tentang pendistribusian laba perusahaan.

Seperti telah dijelaskan dalam bab ini, bahwa dalam penelitian ini kebijakan perusahaan di proksi dengan tiga indikator variabel yang mencerminkan tiga kebijakan manajer perusahaan tersebut. Ketiga indikator variabel tersebut adalah *capital expenditure* yang mencerminkan keputusan untuk menentukan jumlah keseluruhan aktiva yang dibutuhkan perusahaan (*investment decision*), *leverage* keuangan yang mencerminkan keputusan sumber pendanaan perusahaan (*financing decision*), dan insentif manajer yang mencerminkan keputusan tentang pendistribusian laba perusahaan (*dividend policy*).

Leverage Keuangan

Leverage keuangan adalah penggunaan sumber dana yang memiliki biaya tetap dengan harapan bahwa penggunaan dana tersebut akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada biaya tetapnya, dengan demikian akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi para pemegang saham (Agus, 1995). Menurut Brigham dan Houston (1998), *leverage* keuangan mengacu pada penggunaan surat berharga (sekuritas) yang memberikan penghasilan tetap, yaitu obligasi dan saham preferen. Bagi para pemegang saham, penggunaan *leverage* keuangan akan menambah risiko, yang disebut dengan risiko keuangan.

Capital Expenditure

Capital expenditure adalah merupakan pengeluaran-pengeluaran yang dilakukan oleh perusahaan dengan harapan bahwa pengeluaran tersebut akan memberikan manfaat atau hasil untuk jangka waktu lebih dari satu tahun (Lukman, 1994). Pengeluaran-pengeluaran untuk pembelian aktiva tetap adalah merupakan *capital expenditure*, tetapi tidak semua *capital expenditure* akan dipergunakan untuk membeli aktiva tetap (Lukman, 1994).

Insentif Manajer

Restricted stock incentive adalah merupakan bagian dari usaha para pemilik perusahaan dalam upaya untuk memberi dorongan dan semangat dalam menjalankan tugas yang diberikan kepada manajer. *Stock option*, sering digunakan sebagai pemberian upah manajer (*executive*) untuk menyelaraskan insentif manajer dengan

para pemilik, dan memotivasi manajer untuk memkasimalkan nilai perusahaan (Murphy, 1999). Oleh karena itu, insentif akan meningkatkan nilai pemberdayaan manajer untuk lebih rasional di dalam menjalankan wewenangnya dalam mengambil setiap keputusan yang terbaik buat *stakeholders*.

3.4.3.2 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah merupakan suatu tampilan perusahaan dalam periode tertentu. Sedangkan penilaian kinerja perusahaan adalah merupakan penentuan secara periodik efektivitas operasional suatu organisasi, bagan organisasi, karyawan berdasarkan sasaran, standar dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya (Mulyadi, 1977). Pengukuran kinerja perusahaan yang umum digunakan adalah pengukuran terhadap tingkat likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan aktivitas (Gitman dan Joehnk, 1996).

Sesuai dengan kepentingan para investor terhadap pertumbuhan nilai investasinya, maka pengukuran kinerja perusahaan yang relevan adalah pengukuran profitabilitas (*financial performance*), dengan indikator antara lain: *ROA*, *ROE*, *Residual Income*, *EVA* dan *MVA*. Seperti dijelaskan sebelumnya, bahwa dalam beberapa penelitian yang telah dilakukan di pasar modal Indonesia, *ROA* masih dianggap sebagai indikator pengukur kinerja perusahaan yang lebih baik jika dibandingkan dengan indikator lainnya.

3.5 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.

3.5.1 Definisi Operasional

Berdasarkan teori dan konsep yang telah dijelaskan di muka, maka pada sub bab ini disajikan definisi operasional variabel agar mudah dipahami dan tidak menimbulkan persepsi yang berbeda. Variabel-variabel tersebut adalah nilai perusahaan, inflasi, tingkat suku bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi, risiko sistematis, *leverage keuangan*, *capital expenditure*, insentif manajer dan kinerja perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan keseluruhan nilai pasar utang ditambah dengan nilai pasar modal sendiri. Pada penelitian ini nilai perusahaan diukur dengan *Tobin's Q* yang dihitung dengan menjumlahkan nilai pasar utang dengan nilai pasar modal sendiri. Nilai perusahaan berfungsi sebagai variabel dependen yang dipengaruhi oleh variabel independen, yaitu: inflasi, tingkat suku bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi, risiko sistematis, *leverage keuangan*, *capital expenditure*, insentif manajer dan kinerja perusahaan.

Inflasi merupakan nilai riil relatif dari perubahan harga-harga. Pada penelitian ini inflasi diukur dari tingkat inflasi riil selama periode penelitian. Mengingat bahwa penelitian menggunakan *panel data* yang merupakan penggabungan *crosssection data* dan *time series data*, maka untuk menentukan nilai inflasi masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2002), yang dihitung dengan meregres tingkat inflasi dengan *return saham* selama periode penelitian untuk mendapatkan

nilai *Beta* (*b*)nya. Inflasi berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Tingkat suku bunga merupakan tingkat suku bunga riil atau tingkat suku bunga bebas risiko. Pada penelitian ini tingkat suku bunga diukur dengan tingkat suku bunga SBI yang merupakan acuan dari tingkat suku bunga umum baik tingkat suku bunga deposito maupun tingkat suku bunga kredit. Seperti halnya inflasi, maka untuk menentukan tingkat suku bunga masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2002), yang dihitung dengan meregres tingkat tingkat suku bunga dengan *return saham* selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai *Beta* (*b*)nya. Tingkat suku bunga berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Kurs merupakan nilai konversi riil mata uang rupiah terhadap *US dollar* (\$). Pada penelitian ini kurs diukur dengan nilai kurs *spot* riil mata uang rupiah terhadap *US dollar* (\$). Seperti halnya inflasi dan tingkat suku bunga, maka untuk menentukan kurs masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2002), yang dihitung dengan meregres perubahan kurs *spot* riil dengan *return saham* selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai *Beta* (*b*)nya. Kurs berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi risiko sistematis, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Pertumbuhan ekonomi merupakan perubahan nilai *Gross Domestic Bruto* (*GDP*) riil. Pada penelitian ini pertumbuhan ekonomi diukur dengan perubahan *GDP*

riil atas dasar harga kostan. Seperti halnya inflasi, tingkat suku bunga dan kurs, maka untuk menentukan pertumbuhan ekonomi masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas (Imam, 2002), yang dihitung dengan meregres perubahan perubahan GDP riil dengan *return saham* selama periode penelitian untuk mendapatkan nilai *Beta* (β)nya. Pertumbuhan ekonomi berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Risiko sistematis merupakan risiko yang diakibatkan karena interaksi pasar. Pada penelitian ini risiko sistematis diukur dengan menggunakan *Beta* (β) pasar. Konsep yang digunakan adalah model indeks tunggal (*single-index model*), besarnya nilai *Beta* (β) masing-masing perusahaan dihitung dengan meregres *return saham* masing-masing perusahaan dengan *return* pasar selama periode penelitian. Risiko sistematis berfungsi sebagai variabel intervening yang memediasi hubungan antara faktor fundamental makroekonomi dengan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Leverage keuangan merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya. *Leverage* juga sebagai ukuran struktur modal antara utang jangka panjang dengan total aktiva. Oleh karena itu pada penelitian ini *leverage* keuangan diukur dengan nilai pasar utang jangka panjang yang dimiliki perusahaan. *Leverage* Keuangan berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Capital expenditure merupakan biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk keperluan pembelian atau pengadaan aktiva yang dapat diukur secara fisik, seperti;

pabrik, properti dan perlengkapan (PPE). Pada penelitian ini *capital expenditure* diukur dengan perubahan nilai *plant, property and equipment (PPE)*. *Capital expenditure* berfungsi sebagai variabel independen yang mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Insentif manajer merupakan pembayaran insentif kepada manajer diluar gaji bulanan yang sudah diterimanya. Pada penelitian ini insentif manajer diukur dengan nilai bonus saham yang diterima manajer. Membagi bonus saham atau tidak membagi bonus saham adalah merupakan kebijakan perusahaan, dan ini menunjukkan keberadaan atau ketidakberadaan. Oleh karena itu variabel ini merupakan variabel dummy, dimana membagi bonus saham dinilai 1 dan tidak membagi bonus saham dinilai 0.

Kinerja perusahaan merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan. Pada penelitian ini kinerja perusahaan diukur dengan besarnya nilai *Return on Asset (ROA)* yang dihasilkan perusahaan. Kinerja perusahaan berfungsi sebagai variabel *intervening* yang memediasi hubungan antara faktor fundamental makro, risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan dengan nilai perusahaan.

3.5.2 Pengukuran Variabel

Berdasarkan telaah teoritis dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya serta kerangka pemikiran teoritis (KPT), maka secara ringkas pengukuran variabel penelitian dapat disajikan pada Tabel 3-2 berikut ini.

Tabel 3-2
Pengukuran Variabel Penelitian

| No | Variabel | Proksi | Pengukuran Variabel | Referensi |
|----|---|-----------------------|--|--|
| 1 | Nilai Perusahaan , merupakan keseluruhan nilai pasar utang ditambah dengan nilai pasar modal sendiri (Modigliani & Miller 1963). | <i>Tobin's Q</i> | <i>Tobin's Q = (MVS + D)/TA</i> | 1. Lindenberg & Ross (1981). 2. Chung & Pruitt (1994). 3. Shin & Stulz, (2000). 4. Clay (2001). |
| 2 | Makroekonomi , merupakan studi tentang perekonomian secara menyeluruh (Mankiw (2003). | 1. Inflasi | <i>Beta Inflasi:</i> $INF = a + \beta_i(SR_i) + e$ | 1. Claude, <i>et al</i> (1996). 2. Eduardus (1997). 3. Gudono (1999). 4. Dewi, (2001). 5. Imam (2002). |
| | | 2. Tingkat Suku Bunga | <i>Beta Tingkat Suku Bunga:</i> $TSB = a + \beta_r(SR_i) + e$ | 1. Eduardus (1997). 2. Suryanto (1998). 3. Sudjono (2002). 4. Imam (2002). |
| | | 3. Kurs | <i>Beta Kurs:</i> $KRS = a + \beta_k(SR_i) + e$ | 1. Claude, <i>et al</i> (1996). 2. Suryanto (1998). 3. Imam (2002). |

| | | | | |
|---|---|--|---|--|
| | | 4. Pertumbuhan Ekonomi | <p><i>Beta</i> Pertumbuhan Ekonomi:</p> $EGR = a + \beta_g(SR_i) + e$ | <ol style="list-style-type: none"> 1. Eduardus (1997). 2. Imam (2002). 3. Ritter (2004). 4. Nieuwerburgh, <i>et al</i> (2004). |
| 3 | <p>Risiko Sistematis, merupakan risiko saham yang disebabkan karena pergerakan pasar saham secara keseluruhan (Brigham dan Houston, 1998).</p> | <i>Beta</i> Saham | $SR = a + \beta_s(MR) + e$ | <ol style="list-style-type: none"> 1. Sharpe (1964). 2. Shin (2000). 3. Syahib (2000). 4. Jogiyanto, (2003). 5. Coles, <i>et al</i> (2004). 6. Villalonga & Amit (2004). |
| 4 | <p>Kebijakan Perusahaan, merupakan kebijakan manajemen yang berkaitan dengan pencarian sumber dana, penggunaan dana, dan pendistribusian laba (Horne (2001).</p> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Insentif Manajer. 2. <i>Capital Expenditure</i>. | <p>Bonus Saham = <i>Dummy Variable</i>. dimana: Perusahaan yang membagi bonus saham dinilai 1, dan yang tidak membagi bonus sahama dinilai 0.</p> <p>$CAPEX = PPE / (MV \text{ of Debt} + MV \text{ of Common Stock})$</p> | <ol style="list-style-type: none"> 1. Jensen (1986). 2. Byrd & Pritsch (1998). 1. Myers (1991). 2. Villalonga & Amit (2004). 3. Coles, <i>et al</i> |

| | | | | |
|---|--|---------------------------------|---------------------|--|
| | | 3. <i>Leverage</i> Keuangan. | LEVKEU = LTD/TA. | (2004). 4. Al Farouque, <i>et al</i> (2005). 1. Jensen (1986). 2. Ross (1977). 3. Al Farouque, <i>et al</i> (2005). 4. Guo (2006). |
| 5 | Kinerja Perusahaan, merupakan hasil representasi dari kebijakan perusahaan yang diukur dengan likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan aktivitas (Gitman, J.I, dan Joehnik, M.D, 1996). | Return on Asset (ROA) | ROA = EAT/TA. | 1. Dodd & Chen (1996). 2. Jogiyanto, (1999). 3. Imam (2002). 4. Uchida, (2006). 5. Guo (2006). |

Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

3.6 Teknik Analisis

Untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen dalam model penelitian empiris tersebut, maka digunakan model persamaan regresi linear berganda yang dibuat berdasarkan model empiris 1 dan model empiris 2, serta hipotesis 1 sampai 15 yang telah diajukan untuk model empiris 1, dan hipotesis 16 sampai 22 yang telah diajukan untuk model empiris 2. Model

persamaan regresi linier berganda adalah model regresi yang paling tepat untuk menganalisis model empiris 1 dan model empiris 2. Hal ini disebabkan karena dalam model empiris tersebut terdapat beberapa independen dan variabel dependen, yaitu ada 3 variabel dependen pada model empiris 1 dan ada 2 variabel dependen pada model empiris 2.

Selanjutnya untuk menguji pengaruh variable *intervening* digunakan metode analisis jalur (*Path Analysis*). Analisis jalur digunakan untuk mengetahui apakah variable independen berpengaruh langsung atau berpengaruh tidak langsung terhadap variable dependen.

3.6.1 Teknik Analisis pada Pengujian Model Empirik Satu

Model empirik 1 terdiri dari tujuh variabel, yaitu; inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON),), risiko sistematis (RISKSIS), kinerja perusahaan (KINPER) dan nilai perusahaan (NILPER). Untuk mencari nilai variabel inflasi (b_i), tingkat bunga (b_l), kurs (b_k), dan pertumbuhan ekonomi (b_g), maka variabel inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi akan diregres dulu dengan *return* saham dari masing-masing perusahaan, sehingga akan didapat nilai *beta*-nya (persamaan 5).

$$\text{Inflasi} = a_1 + b_i SR_i + e \quad 6)$$

$$\text{Tingkat Bunga} = a_2 + b_l SR_i + e \quad 7)$$

$$\text{Kurs} = a_3 + b_k SR_i + e \quad 8)$$

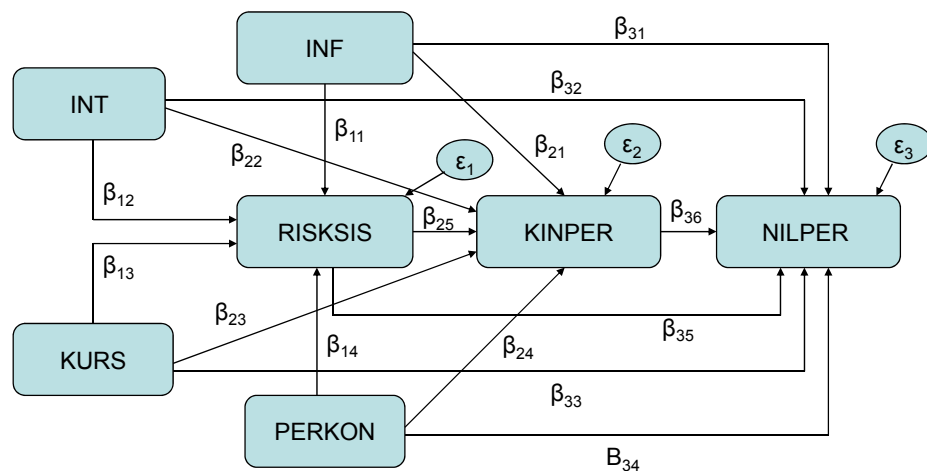
$$\text{Pertumbuhan Ekonomi} = a_4 + b_g SR_i + e \quad 9)$$

dimana:

b_i , b_I , b_K , dan b_G = *Beta* inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

SR_i = *Stock Return* masing-masing perusahaan

Untuk keperluan analisis selanjutnya variable inflasi (INF) menggunakan *beta* inflasi (b_i), tingkat bunga (INT) menggunakan *beta* tingkat bunga (b_I), kurs (KURS) menggunakan *beta* kurs (b_K), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) menggunakan *beta* pertumbuhan ekonomi (b_G). Besarnya nilai *error* (ϵ) dicari dengan menggunakan rumus: $\epsilon = \sqrt{1 - R^2}$.



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini

Berdasarkan model empirik tersebut dapat dibuat 15 hipotesis, yaitu hipotesis 1 sampai hipotesis 15, dan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya digunakan analisis regresi. Untuk analisis selanjutnya, regresi nilai inflasi (INF) digunakan nilai b_{11} , nilai tingkat bunga (INT) digunakan nilai b_{12} , nilai kurs (KURS) digunakan nilai b_{13} dan nilai pertumbuhan ekonomi (PERKON) digunakan nilai b_{14} , dan seterusnya. Persamaan regresi linier berganda dari model empirik 1 tersebut dapat dituliskan dalam persamaan sebagai berikut:

Model :

$$\text{RISKSIS} = b_{11}\text{INF} + b_{12}\text{INT} + b_{13} \text{KURS} + b_{14}\text{PERKON} + \epsilon_1 \quad 10)$$

$$\text{KINPER} = b_{21}\text{INF} + b_{22}\text{INT} + b_{23} \text{KURS} + b_{24}\text{PERKON} + b_{25} \text{RISKSIS} + \epsilon_2 \quad 11)$$

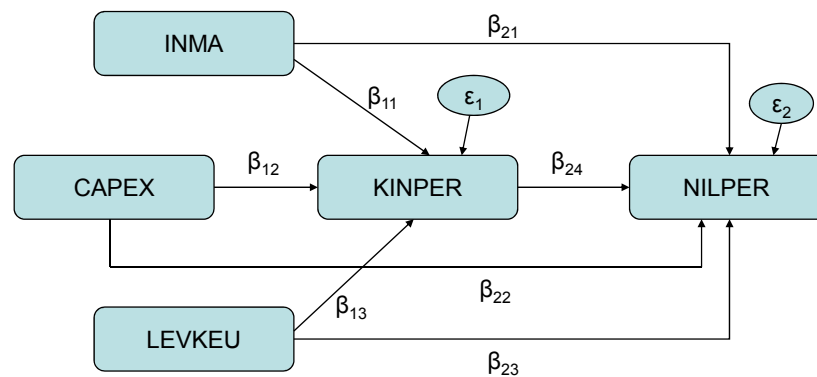
$$\begin{aligned} \text{NILPER} = b_{31}\text{INF} + b_{32}\text{INT} + b_{33} \text{KURS} + b_{34}\text{PERKON} + b_{35} \text{RISKSIS} + \\ b_{36}\text{KINPER} + \epsilon_3 \end{aligned} \quad 12)$$

Model persamaan 1 digunakan untuk menjelaskan pengaruh inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Model persamaan 2 digunakan untuk menjelaskan pengaruh inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan model persamaan 3 digunakan untuk menjelaskan pengaruh inflasi (INF), tingkat suku bunga INT), kurs (KURS), pertumbuhan

ekonomi (PERKON), risiko sistematis (RISKSIS), dan kinerja perusahaan (KINPER) terhadap nilai perusahaan NILPER).

3.6.2 Teknik Analisis pada Pengujian Model Empirik Dua

Model empirik 2 terdiri dari lima variabel, yaitu; insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU), kinerja perusahaan (KINPER) dan nilai perusahaan (NILPER). Pada model empirik dua ini terdapat tujuh hipotesis yang akan diuji, yaitu hipotesis 16 sampai dengan hipotesis 22. Besarnya nilai *error* (ϵ) dicari dengan menggunakan rumus: $\epsilon = \sqrt{1 - R^2}$.



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

Untuk menganalisis model empirik 2 digunakan model persamaan regresi, yaitu persamaan 13 dan persamaan 14.

Model :

$$KINPER = b_{11}INMA + b_{12}CAPEX + b_{13}LEVKEU + \epsilon_1 \quad 13)$$

$$NILPER = b_{21}INMA + b_{22}CAPEX + b_{23}LEVKEU + b_{22}KINPER + \epsilon_2 \quad 14)$$

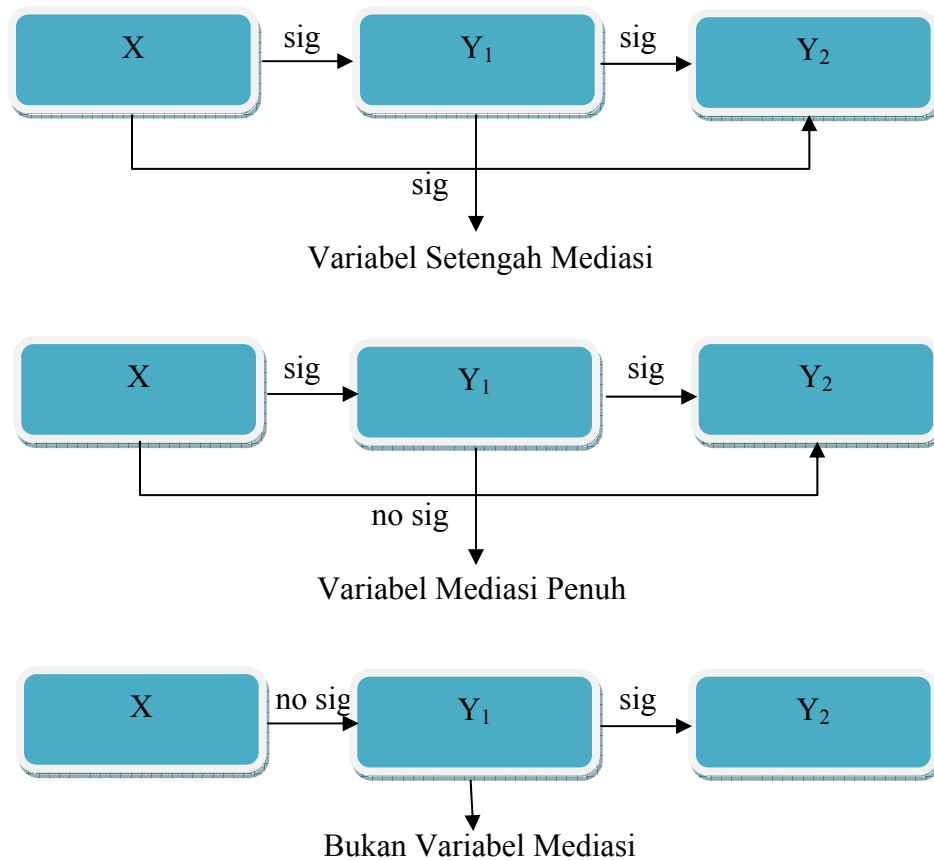
Model persamaan 4 digunakan untuk menganalisis pengaruh insentif manajer (*INMA*), *capital expenditure* (*CAPEX*) dan *leverage* keuangan (*LEVKEU*) terhadap kinerja perusahaan (*KINPER*). Sedangkan model persamaan 5 digunakan untuk menganalisis pengaruh insentif manajer (*INMA*), *capital expenditure* (*CAPEX*), *leverage* keuangan (*LEVKEU*), dan kinerja perusahaan (*KINPER*) terhadap nilai perusahaan (*NILPER*).

3.6.3 Analisis Jalur

Analisis jalur dilakukan terlebih dahulu dengan menghitung nilai koefisien (b_1, b_2, b_3, \dots) hubungan antar variable dalam model, empiris baik pada model empiris 1 maupun model empiris 2. Selanjutnya untuk nilai koefisien yang mempunyai hubungan tidak langsung dikalikan dengan nilai koefisien yang mempunyai hubungan langsung, dan hasilnya dibandingkan dengan nilai koefisien yang memiliki hubungan langsung. Apabila hasil perkalian nilai koefisien tersebut lebih besar dari nilai koefisien yang memiliki hubungan langsung, maka variable independen tersebut merupakan variable mediasi yang lebih efektif dalam mempengaruhi variable dependen melalui variable lain daripada secara langsung.

Tetapi jika terjadi sebaliknya, maka pengaruh variable independen terhadap variable dependen lebih efektif berpengaruh langsung, daripada melalui variable lain.

Analisis jalur (*path analysis*) untuk pengujian mediasi dapat digambarkan dalam sebuah model sebagai berikut:



Sumber: Pengembangan konsep teoritik untuk disertasi ini.

Penjelasan:

- Jika X signifikan terhadap Y_1 dan hipotesis diterima, dan Y_1 signifikan terhadap Y_2 dan hipotesis diterima, serta X signifikan terhadap Y_1 dan hipotesis diterima, maka variabel Y_1 merupakan variabel setengah mediasi.
- Jika X signifikan terhadap Y_1 dan hipotesis diterima, dan Y_1 signifikan terhadap Y_2 dan hipotesis diterima, sedangkan X tidak signifikan terhadap Y_2 , maka Y_1 merupakan variabel mediasi penuh.
- Jika X tidak signifikan terhadap Y_1 , dan Y_1 signifikan terhadap Y_2 dan hipotesis diterima, maka variabel Y_1 bukan variabel mediasi.

3.7 Pengujian Asumsi Klasik

Penelitian ini menggunakan data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini. Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan melakukan pengujian terhadap *multikolonieritas*, *autokorelasi* dan *heteroskedastisitas*. Sebelum pengujian asumsi klasik dilakukan, terlebih dahulu akan dilakukan pengujian normalitas *errors*. Pengujian normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Hal ini dilakukan mengingat bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal.

Pengujian normalitas *errors* dalam penelitian ini menggunakan uji statistik *Jarque-Bera Test* dengan rasio *skewness* dan *kurtosis* dari residual (Gujarati, 2003).

Disamping melihat nilai *skewness*, maka pengujian normalitas juga dilakukan dengan melihat *histogram* dan grafik *normal plot* yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal (Imam, 2002). Perhitungan statistik rasio *skewness* dan *kurtosis* maupun *histogram* dan grafik *normal plot* dilakukan dengan menggunakan program SPSS 11. Apabila nilai rasio *skewness* lebih kecil atau kurang dari 2, maka distribusi *error* adalah normal. Langkah selanjutnya barulah dilakukan pengujian asumsi klasik, yaitu; uji *multikolonieritas*, *autokorelasi* dan *heteroskedastisitas*.

Uji Multikolonieritas.

Uji multikolonieritas dilakukan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Oleh karena itu pengujian dilakukan terhadap variabel-variabel bebas yang masuk dalam model regresi, dengan menguji hubungan antar variabel-variabel bebas tersebut. Model regresi yang baik mensyaratkan tidak terjadi korelasi di antara variabel-variabel bebas.

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala *multikolonieritas* di dalam model regresi dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *Variance Inflation Factor* (VIF), seperti berikut: (Gujarati, 2003)

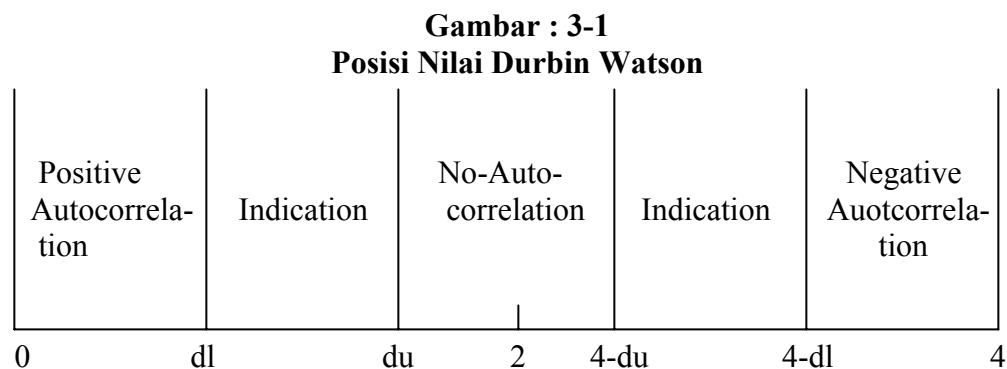
$$VIF = 1/\text{Tolerance} \quad 15)$$

Jika nilai VIF lebih besar dari 10.00 ($VIF > 10.00$), maka antar variabel independen terjadi persoalan *multikolinieritas*, Model dinyatakan bebas dari persoalan *multikolinieritas* apabila nilai VIF-nya lebih kecil dari 10.

Uji Autokorelasi.

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya, sehingga terjadi kesalahan pengganggu tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya.

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dalam penelitian ini dilakukan dengan Uji *Durbin – Watson Test (DW test)*. Uji Durbin Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel *lag* di antara variabel independen. Angka-angka yang diperlukan dalam model *DW-test* tersebut adalah dl , du , $4 - dl$, dan $4 - du$. Jika nilai DW mendekati 2, maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika nilai DW mendekati 0 atau 4, maka terjadi autokorelasi (+/-). Untuk mengetahui posisi nilai *Durbin Watson Test* (DW-test), dapat dilakukan dengan melihat gambar 3-1 berikut (Gujarati, 2003):



Sumber: Gujarati (2003), untuk disertasi ini

Uji Heteroskedastisitas.

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Untuk mengetahui ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam model regresi dalam penelitian ini dilakukan dengan Uji *Glejser* (Gujarati, 2003). Uji ***Glejser*** dilakukan dengan meregres nilai absolute residual terhadap variabel independen dengan persamaan regresi: (Gujarati, 2003))

$$[e_i] = \alpha + \beta X_i + v_t \quad 16)$$

dimana :

e_i = Variabel pengganggu atau variabel residual

X_i = Variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (σ_t^2).

v_i = Unsur kesalahan.

Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas (Imam, 2005). Oleh karena itu, model regresi dinyatakan terbebas dari persoalan heteroskedastisitas apabila unsur kesalahan (*error*) secara statistik tidak signifikan berhubungan dengan variabel independen. Hubungan signifikan terjadi apabila nilai alpha 5 persen, sehingga model regresi dinyatakan bebas dari persoalan heteroskedastisitas apabila semua variabel independen memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 5 persen atau $\alpha > 5\%$.

3.8 Pengujian Model dan Pengujian Hipotesis.

3.8.1 Pengujian Model

Pengujian model dilakukan untuk mengetahui apakah model regresi yang digunakan memenuhi *goodness of fit*. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai *R-square* (R^2) dan nilai F_{hitung} dari output SPSS. Model regresi dinyatakan memenuhi *goodness of fit* apabila nilai *R-square* relative tinggi dan nilai F_{hitung} secara statistik signifikan pada level 5 persen ($\text{sig} < 0,05$). Secara konvensional nilai F_{hitung} dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 2003)

$$F_{hitung} = \frac{R^2/(k-1)}{\dots(1 \dots R^2)/(N-k)} \quad 17)$$

dimana :

Jika $F_{hitung} > F_{tabel} (a, k-1, n-k)$, maka H_0 ditolak.

Jika $F_{hitung} < F_{tabel} (a, k-1, n-k)$, maka H_0 diterima.

3.8.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan dua tahap, yaitu pengujian signifikansi dan pengujian dominasi variabel independen terhadap variabel dependen, dan dilakukan dengan cara sebagai berikut :

(1) Uji Signifikansi t

Pengujian signifikansi (pengaruh nyata) dilakukan terhadap variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Pengujian signifikansi menggunakan *level of significant* 5 persen, sehingga apabila nilai *sig-t* lebih kecil dari 0,05

($sig < 0,05$), maka berarti variable dependen dan independen berhubungan secara signifikan.

(2) Uji t.

Uji signifikansi koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t. Pengujian ini dilakukan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya.

Nilai t hitung dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\text{Koefisien Regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i} \quad 18)$$

dimana :

Jika $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}} (\alpha, n-k-1)$, maka hipotesis diterima.

Jika $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}} (\alpha, n-k-1)$, maka hipotesis ditolak.

Nilai $sig-t$ dan nilai t-hitung dapat juga dilihat melalui output SPSS.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab IV menyajikan hasil penelitian empiris dan pembahasan hasil analisis penelitian. Pembahasan dilakukan melalui dua tahap, yaitu: *Pertama*, hasil penelitian yang meliputi: analisis deskripsi statistik, pengujian spesifikasi model dan kekuatan model, dan pengujian hipotesis penelitian. *Kedua*, berupa analisis pembahasan hasil penelitian yang meliputi pembahasan model empiris penelitian 1 dan pembahasan model empiris penelitian 2.

4.1 Hasil Penelitian

Pada Sub Bab 4.1 ini disajikan bahasan hasil penelitian yang meliputi analisis deskriptif statistik variable-variabel penelitian, pengujian spesifikasi dan kekuatan model, dan pengujian hipotesis penelitian. Pembahasan dilakukan baik secara kualitatif maupun kuantitatif sesuai dengan kondisi data yang telah diobservasi.

4.1.1 Deskripsi Statistik Variabel-Variabel Penelitian Model Empiris 1

Model empiris 1, yaitu model yang menyajikan variable-variabel faktor fundamental makroekonomi, yang terdiri dari: inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) serta variabel risiko sistematis (RISKSIS) yang diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan

(KINPER) dan nilai perusahaan (NILPER). Variabel-variabel makroekonomi, seperti: inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER) dan nilai perusahaan (NILPER), baik secara langsung maupun tidak langsung.

Pengaruh tidak langsung dari variable makroekonomi: inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) terhadap nilai perusahaan (NILPER) adalah melalui variable risiko sistematis (RISKSIS) dan melalui kinerja perusahaan (KINPER). Demikian juga risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable eksternal diprediksikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (NILPER), baik secara langsung maupun tidak langsung, yaitu melalui kinerja perusahaan (KINPER). Oleh karena itu, risiko sistematis (RISKSIS) berperan sebagai variable *intervening* yang akan memediasi hubungan dari variable makroekonomi inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) dalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER) dan nilai perusahaan (NILPER). Sedangkan kinerja perusahaan (KINPER) berperan sebagai variable *intervening* yang akan memediasi hubungan dari variable makroekonomi: inflasi (INF), tingkat suku bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) serta risiko sistematis (RISKSIS) dalam mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER).

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka dalam model empiris 1 terdapat 2 variabel *intervening*, yaitu variable yang memiliki peran ganda sebagai

variable independen dan variable dependen, yaitu variable risiko sistematis (RISKSIS) dan variable kinerja perusahaan (KINPER). Model empiris 1 dianalisis dengan menggunakan analisis regresi berganda, dan dijabarkan ke dalam 3 persamaan regresi, seperti berikut:

4.1.1.1 Persamaan 1-1

Persamaan 1-1 dalam model empiris 1 diformulasikan dalam rumus persamaan: $RISKSIS = a_1 + b_{11}INF + b_{12}INT + b_{13}KURS + b_{14}PERKON + e_1$. Model persamaan 1-1 tersebut memprediksikan inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempengaruhi risiko sistematis (RISKSIS). Oleh karena itu model ini menempatkan inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebagai variable independen, dan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable dependen.

4.1.1.2 Persamaan 1-2

Persamaan 1-2 dalam model empiris 1 diformulasikan dalam rumus persamaan: $KINPER = a_2 + b_{21}INF + b_{22}INT + b_{23}KURS + b_{24}PERKON + b_{25}RISKSIS + e_2$. Model persamaan 1-2 memprediksikan inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan risiko sistematis (RISKSIS) mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER). Jika dikaitkan dengan model persamaan 1-1 dan keseluruhan model empiris 1, maka pada model ini menempatkan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable *intervening*, yaitu variable yang berperan sebagai mediasi dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat

bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) didalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER). Jadi, inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) didalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER) dapat secara langsung, tetapi juga dapat secara tidak langsung, yaitu melalui risiko sistematis (RISKSIS).

4.1.1.3 Persamaan 1-3

Persamaan 1-3 dalam model empiris 1 diformulasikan dalam rumus persamaan: $NILPER = a_3 + b_{31}INF + b_{32}INT + b_{33}KURS + b_{34}PERKON + b_{35}RISKSIS + b_{36}KINPER + e_3$. Model persamaan 1-3 memprediksikan variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), risiko sistematis (RISKSIS) dan kinerja perusahaan (KINPER) mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER). Jika dikaitkan dengan model persamaan 1-1, persamaan 1-2, dan keseluruhan model empiris 1, maka dalam model persamaan ini, terdapat dua variable yang berfungsi sebagai variable *intervening*, yaitu variable risiko sistematis (RISKSIS) dan variable kinerja perusahaan (KINPER). Risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable *intervening* dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) dalam mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER). Sedangkan kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable *intervening* dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan risiko sistematis (RISKSIS) dalam mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER).

Pada mulanya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria adalah sebanyak 116 perusahaan, yang keseluruhannya merupakan perusahaan manufaktur selama tahun 2004 sampai dengan 2006. Jumlah sample yang diobservasi sebanyak 348, namun setelah dilakukan pengujian normalitas *error*, yaitu dengan mengeluarkan data *outliers*, maka jumlah sample mengalami penurunan menjadi 247 observasi. Statistik deskriptif variabel terhadap 247 sampel yang diobservasi untuk model persamaan 1-1 disajikan pada Tabel 4-1 berikut ini.

Tabel 4-1
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 1-1

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Mode | Std Deviation |
|---------------------|-----|-----------|----------|--------|---------|---------------|
| Inflasi | 247 | -33.57500 | 15.76600 | -.2762 | -1.6480 | 3.056974 |
| Tingkat Bunga | 247 | -6.47900 | 4.83800 | .06880 | .00100 | .9724559 |
| Kurs | 247 | -10.52600 | 5.90900 | -1.289 | -1.6730 | 1.661292 |
| Pertumbuhan Ekonomi | 247 | -14.94500 | 13.45800 | -.1731 | -.83000 | 3.336529 |
| Risiko Sistematis | 247 | -2.52600 | 3.67300 | .66856 | .00800 | .64948414 |

Sumber: Output SPSS dari data penelitian ini.

Berdasarkan table 4-1 tersebut, maka distribusi data dengan varian tertinggi adalah pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan kemudian disusul oleh inflasi (INF) dengan standar deviasi masing-masing sebesar 333,65% dan 305,69%. Hal ini menggambarkan bahwa fluktuasi data pertumbuhan ekonomi dan inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat

bunga (INT), kurs (KURS) dan risiko sistematis (RISKSIS). Varian terendah adalah risiko sistematis dengan standar deviasi 64,95% dan selanjutnya tingkat bunga dengan standar deviasi 97,265% serta kurs dengan standar deviasi 166,13%.

Tingginya standar deviasi sebesar 333,65% dari pertumbuhan ekonomi menggambarkan bahwa pertumbuhan ekonomi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki perbedaan yang tinggi. Tingginya nilai standar deviasi dari pertumbuhan ekonomi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi ini juga menunjukkan variabilitas nilai pertumbuhan ekonomi dari tiap-tiap perusahaan cukup tinggi, sehingga jauh dari nilai *mean*-nya atau rata-rata industrinya.

Fluktuasi yang cukup tinggi juga pada variable inflasi, besarnya nilai standar deviasi 305,79%. Berdasarkan nilai standar deviasi dari inflasi, maka dapat disimpulkan bahwa nilai standar deviasi dari inflasi pada perusahaan yang diobservasi cukup tinggi. Hal ini menggambarkan bahwa variabilitas nilai inflasi pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi relatif tinggi, sehingga jauh dari nilai rata-rata industrinya.

Varian dari kurs pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki standar deviasi 166,13% dan memiliki nilai *mean* -128,92. Jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi dan inflasi, maka nilai standar deviasi kurs relative lebih rendah, dari nilai standar deviasi pertumbuhan ekonomi dan inflasi pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi. Oleh karena itu nilai kurs dari tiap-tiap perusahaan

yang diobservasi juga lebih mendekati nilai *mean*-nya jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi dan inflasi.

Tingkat bunga pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki nilai standar deviasi sebesar 97,25% dengan nilai *mean* sebesar 6,88%. Jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi, inflasi dan kurs, maka tingkat bunga memiliki nilai standar deviasi yang lebih rendah pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi. Rendahnya nilai standar deviasi tingkat suku bunga menggambarkan bahwa penyebaran nilai tingkat suku bunga pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif mendekati nilai *mean*-nya..

Demikian juga risiko sistematis memiliki standar deviasi 64,95% dengan nilai mean 66,86%. Variabel risiko sistematis merupakan variabel yang paling rendah standar deviasinya dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi, inflasi, kurs, dan tingkat bunga. Kondisi ini menggambarkan bahwa nilai sensitivitas *beta* saham pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif lebih mendekati lagi nilai *mean*-nya daripada tingkat bunga.

Tabel 4-2 berikut ini menggambarkan statistik deskriptif variabel untuk model persamaan 1-2.

Tabel 4-2
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 1-2

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Mode | Std Deviation |
|---------------------|-----|-----------|----------|----------|-----------|---------------|
| Inflasi | 247 | -33.57500 | 15.76600 | -.276218 | -1.6480 | 3.0569745 |
| Tingkat Bunga | 247 | -6.47900 | 4.83800 | .0688016 | .00100 | .97245595 |
| Kurs | 247 | -10.52600 | 5.90900 | -1.28916 | -1.67300 | 1.6612921 |
| Pertumbuhan Ekonomi | 247 | -14.94500 | 13.45800 | -.173166 | .0050000 | 3.33652907 |
| Risiko Sistematis | 247 | -2.52600 | 3.67300 | .6685628 | .00800 | .64948414 |
| Kinerja Perusahaan | 247 | -.60700 | .96940 | .0362968 | .00230(a) | .11659426 |

Sumber: Output SPSS dari data penelitian ini.

Tabel 4-2 tersebut di atas menggambarkan distribusi variable-variabel dalam persamaan 1-2. Perbedaannya dengan Tabel 4-1 hanya pada variable kinerja perusahaan (KINPER), dimana pada Tabel 4-1 tidak ada variable kinerja perusahaan (KINPER). Variabel kinerja perusahaan (KINPER) yang di proksi dengan *ROA* dalam persamaan 1-2 merupakan variable dependen. Besarnya nilai standar deviasi kinerja perusahaan dari tiap-tiap perusahaan yang diobservasi 11,66% dengan nilai *mean* 3,61%. Jika dibandingkan dengan variable-variabel lainnya, maka variable kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi memiliki fluktuasi yang paling rendah. Oleh karena itu, nilai kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relatif sama atau lebih mendekati lagi nilai *mean*-nya. Kondisi ini menggambarkan bahwa nilai kinerja perusahaan (*ROA*) dari perusahaan-perusahaan yang diobservasi mendekati rata-rata industrinya.

Berikutnya adalah Tabel 4-3, dimana Tabel 4-3 ini menggambarkan statistik deskriptif variabel untuk model persamaan 1-3.

Tabel 4-3
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 1-3

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Mode | Std Deviation |
|---------------------|-----|-----------|----------|----------|-----------|---------------|
| Inflasi | 247 | -33.5750 | 15.7660 | -.276218 | -1.65(a) | 3.05697 |
| Tingkat Bunga | 247 | -6.47900 | 4.83800 | .068801 | .00100 | .972455 |
| Kurs | 247 | -10.5260 | 5.90900 | -1.28916 | -1.67300 | 1.66129 |
| Pertumbuhan Ekonomi | 247 | -14.94500 | 13.45800 | -.173166 | -.83000 | 3.33652907 |
| Risiko Sistematis | 247 | -2.52600 | 3.67300 | .6685628 | .00800(a) | .64948414 |
| Kinerja Perusahaan | 247 | -.60700 | .96940 | .036296 | .0023(a) | .116594 |
| Nilai Perusahaan | 247 | .37564 | 11.3738 | 1.32998 | .3756(a) | 1.03969 |

Sumber: Output SPSS dari data penelitian ini.

Seperti hanya Tabel 4-1 dan Tabel 4-2, maka Tabel 4-3 juga menyajikan distribusi dari variable-variabel dalam persamaan 1-3. Perbedaannya dengan Tabel 4-1 dan Tabel 4-2 adalah bahwa pada Tabel 4-3 ini terdapat variable nilai perusahaan (NILPER), dimana variable ini merupakan variable dependen. Besarnya nilai standar deviasi dari nilai perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi sebesar 103,97% dengan nilai *mean* 133,00%. Variabel nilai perusahaan ini lebih berfluktuasi jika dibandingkan dengan tingkat bunga, risiko sistematis, dan kinerja perusahaan. Hal ini berarti bahwa fluktuasi nilai perusahaan untuk tiap-tiap perusahaan secara relative lebih besar dibandingkan dengan fluktuasi dari nilai tingkat bunga, risiko sistematis,

dan kinerja perusahaan serta lebih rendah dari pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs.

4.1.2 Deskripsi Statistik Variabel-Variabel Penelitian Model Empiris 2

Model empiris 2, yaitu model yang menyajikan variable-variabel kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX) dan *Leverage* keuangan (LEVKEU) yang diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER) dan nilai perusahaan (NILPER). Variabel-variabel kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), dan *leverage* keuangan (LEVKEU) diprediksikan mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER) secara langsung maupun melalui kinerja perusahaan (KINPER).

Pada model empiris 2 ini terdapat satu variable *intervening*, yaitu kinerja perusahaan (KINPER). Variable ini berperan sebagai variable mediasi, yang akan memediasi hubungan antara variable-variabel kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), dan *leverage* keuangan (LEVKEU) dalam mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER). Jadi, kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), dan *leverage* keuangan (LEVKEU) dalam mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER) dapat secara langsung maupun tidak langsung, yaitu melalui kinerja perusahaan (KINPER).

Model empiris 2 dianalisis secara bertahap, yaitu menggunakan analisis regresi berganda, dan dijabarkan ke dalam 2 persamaan regresi, seperti berikut:

4.1.2.1 Persamaan 2-1

Persamaan 2-1 dalam model empiris 2 diformulasikan dalam rumus persamaan: $KINPER = a_1 + b_{11}INMA + b_{12}CAPEX + b_{13}LEVKEU + e_1$. Model persamaan 2-1 tersebut memprediksikan insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), dan *leverage* keuangan (LEVKEU) mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER). Oleh karena itu dalam persamaan 2-1 ini menempatkan kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable dependen.

4.1.2.2 Persamaan 2-2

Persamaan 2-2 dalam model empiris 2 diformulasikan dalam rumus persamaan: $NILPER = a_2 + b_{21}INMA + b_{22}CAPEX + b_{23}LEVKEU + b_{24}KINPER + e_2$. Model persamaan 2-2 tersebut memprediksikan insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU) dan kinerja perusahaan (KINPER) mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER). Jika dikaitkan dengan model persamaan 2-1 dan keseluruhan model empiris 2, maka pada model ini, kinerja perusahaan (KINPER) menjadi variable *intervening*, yaitu variable yang memediasi hubungan antara kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU) dalam mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER). Jadi, kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU) dalam mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER) dapat secara langsung maupun melalui kinerja perusahaan (KINPER).

Pada mulanya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria adalah sebanyak 116 perusahaan, yang keseluruhannya merupakan perusahaan manufaktur selama tahun 2004 sampai dengan 2006. Jumlah sample yang diobservasi sebanyak 348, namun setelah dilakukan pengujian normalitas *error*, yaitu dengan mengeluarkan data *outliers*, maka jumlah sample mengalami penurunan menjadi 274 observasi. Statistik deskriptif variabel terhadap 274 sampel yang diobservasi untuk model empiris 2 disajikan pada Tabel 4-4 berikut ini.

Tabel 4-4
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 2-1

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Mode | STD Deviation |
|---------------------|-----|---------|-----------|----------|-----------|---------------|
| Insentif Manajer | 274 | 0 | 1 | .65 | 1 | .478 |
| Capital Expenditure | 274 | -.54685 | 167.62900 | .7495862 | -.04039 | 10.2381240 |
| Leverage Keuangan | 274 | .050 | 4.370 | .57511 | .380 | .353857 |
| Kinerja Perusahaan | 274 | -.37930 | .14890 | .0274818 | .00230(a) | .05329995 |

Sumber: Output SPSS dari data penelitian ini.

Berdasarkan pada Tabel 4-4 tersebut, variable yang memiliki nilai standar deviasi tertinggi adalah *capital expenditure (CAPEX)*, yaitu sebesar 1023,81% dengan nilai *mean* sebesar 74,96%. Sedangkan yang memiliki nilai standar deviasi terendah adalah kinerja perusahaan (KINPER) yaitu sebesar 5,33% dengan nilai *mean* sebesar 2,74%. Insentif manajer (INMA) memiliki nilai standar deviasi sebesar 47,80% dengan nilai *mean* sebesar 65,00%. Selanjutnya *leverage* keuangan

(LEVKEU) sebagai variable dependen ke 3 memiliki nilai standar deviasi sebesar 35,39% dengan nilai *mean* sebesar 57,51%.

Tingginya nilai standar deviasi pada variable *capital expenditure* menggambarkan bahwa *capital expenditure* tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relative berbeda jauh. Mengingat bahwa *capital expenditure* adalah proksi dari kebijakan investasi, maka berarti kemampuan tiap-tiap perusahaan yang diobservasi dalam berinvestasi relatif sangat berbeda. Perbedaan ini kemungkinan besar disebabkan karena kekuatan atau kemampuan dalam menyediakan dana, dan dalam memandang kesempatan investasi di masa mendatang.

Meskipun masih dibidang relative rendah insentif manajer, namun nilai standar deviasi insentif manajer relative lebih tinggi dari *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi. Insentif manajer diproksi dengan variable *dummy* sehingga *range*-nya hanya 1, yaitu antara 0 dan 1 dengan nilai standar deviasi sebesar 47,80% dan nilai mean sebesar 65,00%. Jadi jika dibandingkan dengan *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan, maka nilai insentif manajer pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi relatif lebih menyebar dan lebih jauh dari nilai *mean*-nya apabila dibandingkan dengan nilai *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi..

Leverage keuangan sebagai variable independen ke 3 memiliki nilai standar deviasi yang lebih rendah dari insentif manajer, yaitu sebesar 35,39% dengan nilai mean 57,511%. *Leverage* keuangan dalam penelitian ini merupakan variable yang

menggambarkan penggunaan utang jangka panjang relatif terhadap total aktiva. Jika dilihat dari nilai standar deviasinya sebesar 35,39%, maka penggunaan hutang pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi variabilitasnya relative rendah, sehingga mendekati rata-rata industrinya.

Seperti halnya *leverage* keuangan, maka kinerja perusahaan dalam model persamaan ini memiliki distribusi data yang lebih homogin dibandingkan dengan nilai insentif manajer dan *leverage* keuangan, karena nilai standar deviasinya paling rendah yaitu sebesar 5,33% dengan nilai *mean* sebesar 2,75%. Kondisi ini menunjukkan bahwa nilai kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi mendekati nilai rata-rata industrinya.

Nilai mode dari *capital expenditure*, *leverage* keuangan, dan kinerja perusahaan semuanya lebih rendah dari nilai meannya. Artinya bahwa *capital expenditure*, *leverage* keuangan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan dari perusahaan-perusahaan yang diobservasi masih dapat ditingkatkan. Sedangkan nilai mode dari insentif manajer adalah 1, berarti sebagian besar perusahaan-perusahaan yang diobservasi pernah membagi bonus saham.

Tabel 4-5 berikut ini menggambarkan statistik distribusi variabel dari variable-variabel dalam model persamaan 2-2

Tabel 4-5
Statistik Deskriptif Variabel Persamaan 2-2

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Mode | Std Deviation |
|---------------------|-----|---------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| Insentif Manajer | 274 | 0 | 1 | .65 | 1 | .478 |
| Capital Expenditure | 274 | -.54685 | 167.62900 | .7495862 | -.04039 | 10.238124 |
| Leverage Keuangan | 274 | .050 | 4.370 | .57511 | .380 | .353857 |
| Kinerja Perusahaan | 274 | -.37930 | .14890 | .0274818 | .00230(a) | .05329995 |
| Nilai Perusahaan | 274 | .47322 | 7.13654 | 1.1649353 | .47322(a) | .67341672 |

Sumber: Output SPSS dari data penelitian ini.

Perbedaanannya dengan Tabel 4-4 adalah bahwa pada Tabel 4-5 terdapat variable nilai perusahaan. Nilai perusahaan (Y_3) pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi memiliki nilai standar deviasi 67,34% dengan *nilai* mean sebesar 116,49%. Nilai standar deviasi ini lebih rendah dari nilai standar deviasi *capital expenditure*, tetapi lebih tinggi standar deviasi insentif manajer, *lverage* keuangan, dan kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi.

Kondisi tersebut menggambarkan bahwa nilai perusahaan tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relative berbeda. Mengingat bahwa nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin's Q*, maka perbedaan ini kemungkinan besar disebabkan karena perbedaan nilai pasar saham dan nilai kekayaan atau aktiva pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mode* dari nilai

perusahaan yang lebih rendah dari nilai *mean*-nya dan juga nilai standar deviasi dari *leverage* keuangan yang relatif rendah.

Seperti halnya *capital expenditure*, *leverage* keuangan, dan kinerja perusahaan, maka nilai *mode* dari nilai perusahaan juga lebih rendah dari nilai *mean*-nya. Hal ini berarti bahwa sebagian besar dari nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang dobservasi masih dapat ditingkatkan, karena masih dibawah rata-rata industrinya.

4.1.3 Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model

Pengujian kekuatan dan kesesuaian model dilakukan terhadap model empiris 1 dan model empiris 2. Mengingat bahwa model empiris 1 dijabarkan dalam 3 model persamaan regresi, maka pengujian model empiris 1 dilakukan dalam 3 tahap pengujian. Demikian juga pengujian model empiris 2 yang dijabarkan dalam 2 model persamaan regresi, maka pengujian pada model empiris 2 juga dilakukan dalam 2 tahap pengujian.

Pengujian model empiris 1 tahap pertama dilakukan terhadap variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) yang dipredisikan mempengaruhi risiko sistematis (RISKSIS). Pengujian tahap kedua dilakukan terhadap variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan risiko sistematis (RISKSIS) yang diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan pengujian tahap 3

dilakukan terhadap variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan risiko sistematis (RISKSIS) serta kinerja perusahaan (KINPER) yang diprediksikan mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER).

Pengujian model empiris 2 tahap pertama dilakukan terhadap variable-variabel kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX) dan *leverage* keuangan (LEVKEU) yang diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan pengujian tahap kedua dilakukan terhadap variable-variabel kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU) dan kinerja perusahaan (KINPER) yang diprediksikan mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER).

Pengujian kekuatan dan kesesuaian model pada terhadap model empiris 1 mencakup hasil pengujian pada model persamaan 1-1, model persamaan 1-2 dan model persamaan 1-3. Pengujian pada model persamaan 1-1 menyajikan hasil pengujian mengenai pengaruh variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Pengujian pada model persamaan 1-2 menyajikan hasil pengujian mengenai pengaruh variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan pengujian pada model persamaan 1-3 menyajikan hasil pengujian mengenai pengaruh variable-variabel

makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) serta kinerja perusahaan (KINPER) terhadap nilai perusahaan.

Pengujian kekuatan dan kesesuaian model pada terhadap model empiris 2 mencakup hasil pengujian pada model persamaan 2-1 dan model persamaan 2-2. Pengujian pada model persamaan 2-1 menyajikan hasil pengujian mengenai pengaruh variable-variabel kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX) dan *leverage* keuangan (LEVKEU) terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan pengujian pada persamaan 2-2 menyajikan hasil pengujian mengenai pengaruh variable-variabel kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU), dan kinerja perusahaan (KINPER) terhadap nilai perusahaan (NILPER).

Hasil pengujian terhadap model empiris 1 dan empiris 2 juga akan menyajikan mengenai status dari variable risiko sistematis (RISKSIS) dan kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable *intervening*. Risiko sistematis sebagai variable *intervening* dari variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) didalam mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER) dan nilai perusahaan (NILPER). Sedangkan kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable *intervening* dari variable-variabel makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) dalam

mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER) pada model empiris 1. Sedangkan pada model empiris 2, kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable *intervening* bagi variable-variabel kebijakan perusahaan: insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX) dan *leverage* keuangan (LEVKEU) didalam mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER).

4.1.3.1 Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model Empiris 1

Model empiris 1 dijabarkan kedalam 3 model persamaan regresi, dan pengujiannya dilakukan secara bertahap dengan metode regresi berganda. Pengujian dengan menggunakan analisis regresi memerlukan beberapa persyaratan yang harus dipenuhi agar menghasilkan kecocokan model (*goodness of fit*). Persyaratan-persyaratan yang harus dipenuhi tersebut meliputi persyaratan normalitas *error* (*residual*) dan asumsi klasik. Jadi, model regresi yang baik persyaratannya adalah variable dependen dan variable-variabel independen semuanya harus berdistribusi normal atau mendekati normal, dan harus terbebas dari asumsi klasik yang meliputi; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi (Imam Ghazali, 2002).

4.1.3.1.1 Pengujian Kekuatan Model Persamaan 1-1

Model persamaan 1 pada model empiris 1 adalah $RISKSIS = a_1 + b_{11}INF + b_{12}INT + b_{13}KURS + b_{14}PERKON + e_1$. Persamaan tersebut terdiri dari 1 variable dependen, yaitu risiko sistematis (RISKSIS) yang diproksi dengan beta saham (β) dan 4 variabel independen, yaitu; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON).

(1) Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Pengujian normalitas *error* dilakukan untuk mengetahui apakah variable dependen dan variable-variabel independen berdistribusi normal (mendekati normal) atau tidak. Pengujian ini dilakukan dengan memperhatikan nilai *skewness*, persyaratannya adalah bahwa data berdistribusi normal jika nilai *skewness* berada pada posisi -2,00 s/d 2,00. Di samping dengan memperhatikan nilai *skewness*, maka pengujian juga dilakukan dengan analisis grafik, yaitu melihat *histogram* yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal dan dengan melihat *normal probability plot* (ImamGhozali, 2002).

Pengujian normalitas *error* pada mulanya dilakukan terhadap 348 sampel observasi, dan dilakukan secara bertahap. Pada tahap pertama, pengujian dilakukan terhadap 348 sampel observasi, menghasilkan nilai rasio *skewness* 4,802. Pengujian selanjutnya dilakukan sampai 13 tahap, sehingga mendapatkan normalitas *error* yang memenuhi *goodness of fit* sesuai standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS, yaitu menghasilkan rasio *skewness* pada posisi -2 sampai +2.

Hasil pengujian normalitas *error (residual)* secara bertahap dapat dilihat pada Tabel 4-6 seperti berikut.

Tabel 4-6
Hasil Pengujian Normalitas Error Model 1 Persamaan 1-1

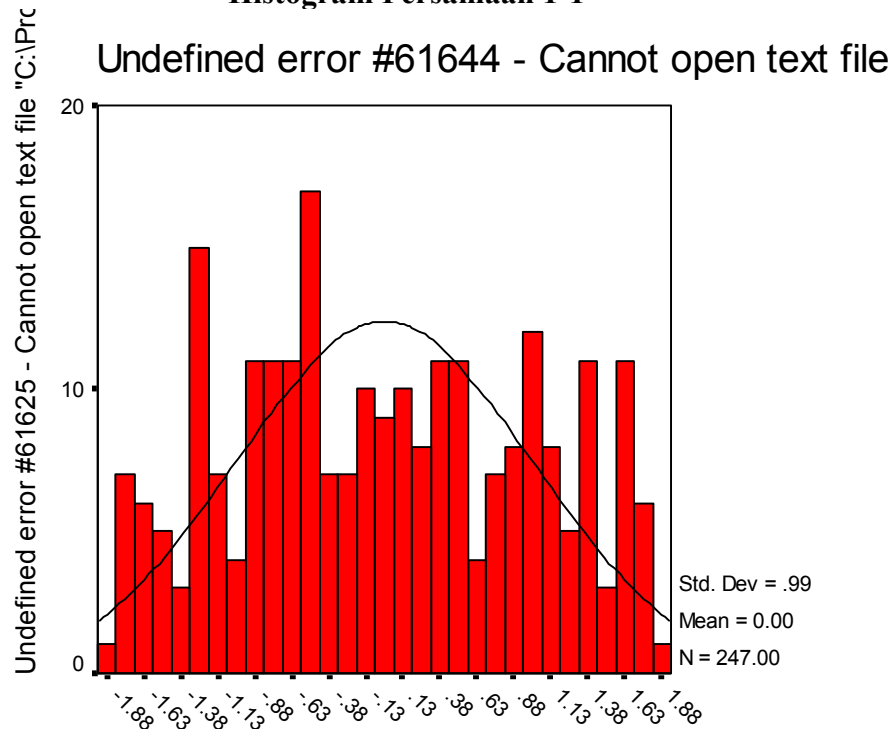
| Tahap | N | Rasio Skewness | Penjelasan |
|-------|-----|-------------------|--------------------------|
| 1 | 348 | 4,802 | Tidak Normal |
| 2 | 337 | 1,714 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 3 | 334 | 1,592 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 4 | 333 | 1,535 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 5 | 326 | 1,428 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 6 | 321 | 1,316 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 7 | 312 | 1,178 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 8 | 307 | 1,016 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 9 | 305 | 0,930 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 10 | 292 | 0,715 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 11 | 281 | 0,604 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 12 | 268 | 0,464 | Normal tetapi tidak BLUE |
| 13 | 247 | 0,181 | Normal dan BLUE |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Pengujian tahap ke 13 dilakukan terhadap 247 sampel observasi dan menghasilkan rasio *skewness* sebesar 0,181. Nilai rasio *skewness* sebesar 0,181 terletak pada posisi -2 sampai +2 atau lebih kecil dari 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Pengujian *normalitas error* juga dilakukan dengan analisa grafik, yaitu dengan memperhatikan histogram dan *normal probability plot*, seperti pada Gambar 4-1 dan Gambar 4-2 berikut ini.

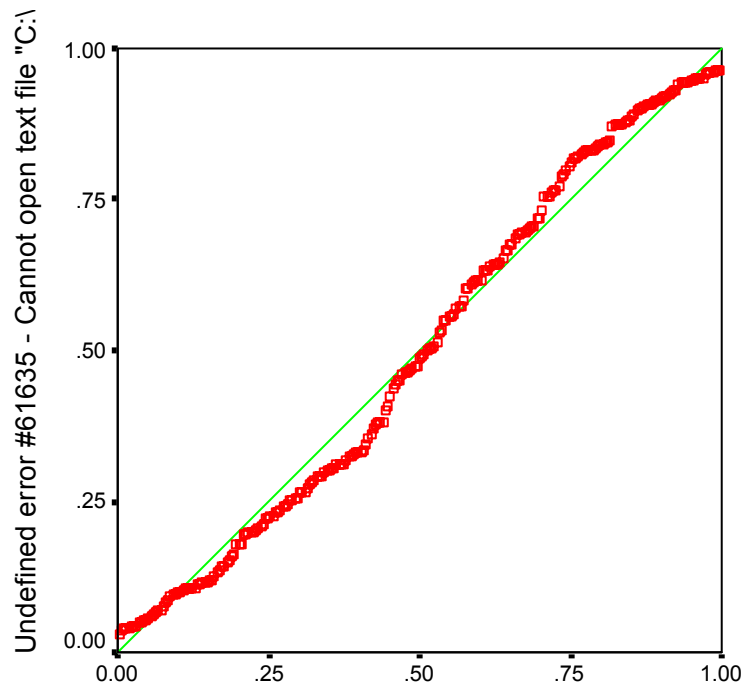
Gambar 4-1
Histogram Persamaan 1-1



Sumber: Pengolahan data dengan SPSS11.

Jika kita perhatikan Gambar-4-1 tersebut di atas, maka grafik *histogram* memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai dengan standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Gambar 4-2
Normal Probability Plot Persamaan 1-1



Undefined error #61634 - Cannot open text file "C:\Progra

Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Jika kita memperhatikan Gambar 4-2 tersebut di atas, maka pada grafik *normal probability plot* terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai dengan standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

(2) Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan menguji multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan untuk memenuhi

persyaratan asumsi yang ditentukan dalam teknik analisis regresi *linier* atau OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil Pengujian asumsi klasik; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dapat dilihat pada Table 4-7 berikut ini.

Tabel 4-7
Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 1 Persamaan 1-1

| Variabel Independen | Multikolonieritas (VIF) | Heteroskedastisitas | Autokorelasi (DW-test) |
|------------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| Inflasi (INF) | 1,068 | t = 0,529; sig = 0,597 | 1,824 |
| Tingkat Bunga (INT) | 1,177 | t = -0,131; sig = 0,896 | 1,824 |
| Kurs (KURS) | 1.124 | t = -0,925; sig = 0,356 | 1,824 |
| Pertumbuhan Ekonomi (PERKON) | 1,030 | t = 1,167; sig = 0,244 | 1,824 |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Penjelasan:

(a) Pengujian Multikolonieritas

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolonieritas dalam persamaan regresi digunakan uji *Varian Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai VIF lebih kecil dari 10, maka antar variable independen tidak terjadi persoalan multikolonieritas (Imam Ghozali, 2002). Hasil pengujian terhadap VIF menghasilkan nilai VIF untuk semua variable independen lebih nilai kecil dari 10, sehingga semua variable independen terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian multikolonieritas pada Table 4-7 menghasilkan nilai VIF untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Inflasi (INF) mempunyai nilai VIF sebesar 1,068. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai VIF

sebesar 1,177. Kurs (KURS) mempunyai nilai VIF sebesar 1,124. Sedangkan pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai VIF sebesar 1,030. Jadi, semua variable independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

(b) Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan uji *Glejser (Glejser-test)*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara variable-variabel independen dengan *residual*. Jika variable-variabel independen yang diregres dengan nilai *absolute residual* tidak signifikan secara statistik ($\text{sig-t} = > 0,05$), maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Imam, 2002).

Hasil pengujian heteroskedastisitas seperti yang tersaji pada Tabel 4-7 menunjukkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($\text{sig} = > 0,05$) berpengaruh terhadap residual, maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas pada Table 4-7 menunjukkan bahwa inflasi (INF) mempunyai nilai $t = 0,529$ dan nilai $\text{sig-t} = 0,597$. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai t sebesar -0,131 dan nilai sig-t sebesar 0,896. Kurs (KURS) mempunyai nilai t sebesar -0,925 dan nilai sig-t sebesar 0,356. Sedangkan pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai t sebesar 1,157 dan nilai sig-t sebesar 0,244. Jadi, semua variable

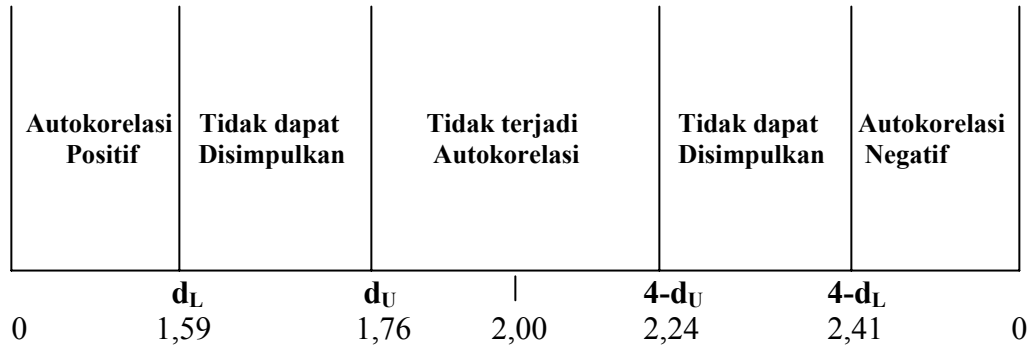
independen secara statistik tidak ada yang signifikan terhadap *absolute residual* atau mempunyai nilai *sig-t* lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

(c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian ada atau tidaknya gejala autokorelasi pada model regresi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Nilai d_L , d_U , $4-d_U$, dan $4-d_L$ sample sebesar 247 dengan $\alpha = 0,05$ adalah 1,59 (d_L), 1,76 (d_U), 2,24 ($4-d_U$), dan 2,41 (d_L). Jadi, jika nilai *Durbin-Watson* terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau 1,76 s/d 2,24 model regresi terbebas dari gejala autokorelasi.

Hasil pengujian autokorelasi dengan *Durbin-Watson Test* seperti yang tersaji pada Tabel 4-7 menunjukkan bahwa nilai *DW-test* sebesar 1,824. Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai DW terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau lebih besar dari 1,76 dan lebih kecil dari 2,24 dan model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi. Posisi nilai *Durbin-Watson* (DW) dapat dilihat pada Gambar 4-3 berikut ini.

Gambar 4-3
Posisi Nilai Durbin-Watson Model 1 Persamaan 1-1



Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Jadi, jika dilihat pada Gambar 4-3 tersebut di atas, maka *Durbin-Watson* (DW) untuk persamaan 1 pada model empiris 1 sebesar 1,824 terletak pada daerah tidak terjadi autokorelasi, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi.

(3) Pengujian Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*).

Hasil pengujian dengan program SPSS 11 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,855 dan nilai nilai F sebesar 356,617 dengan sig. 0,000. Jadi, variable-variabel makroekonomi seperti; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) yang dimasukkan dalam model

regresi mempunyai kemampuan menjelaskan risiko sistematis (RISKSIS) sebesar 85,50 persen, sedangkan sisanya sebesar 14,50 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen (*sig.* 0,000).

Hasil perhitungan *R-square* dan signifikansi F dapat dilihat seperti yang tersaji pada Tabel 4-8 berikut ini.

Tabel 4-8
Hasil Perhitungan *R-square* dan signifikansi F Persamaan 1-1

| Variabel Independen | Koefisien Beta | t-hitung | sig-t |
|---|----------------|----------|---------|
| Inflasi (INF) | -0,167 | -6,597 | 0,000* |
| Tingkat Bunga (INT) | 0,310 | 11,575 | 0,000* |
| Kurs (KURS) | -0,928 | -35,747 | 0,000* |
| Pertumbuhan Ekonomi (PERKON) | 0,058 | 2,335 | 0,020** |
| R-square = 0,855 Keterangan : * signifikan pada level 1%. Adj.R-square = 0,853 ** signifikan pada level 5% F-hitung = 356,617 Signifikansi = 0,000* | | | |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

4.1.3.1.2 Pengujian Kekuatan Model Persamaan 1-2

Model persamaan 1-2 pada model empiris 1 ditulis dengan rumus sebagai berikut: $KINPER = a_2 + b_{21}INF + b_{22}INT + b_{23}KURS + b_{24}PERKON + b_{25}RISKIS + e_1$. Persamaan tersebut terdiri dari 1 variable dependen, yaitu kinerja perusahaan yang

diproksi dengan *ROA* (KINPER) dan 5 variabel independen, yaitu; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis yang diproksi dengan *beta* saham (RISKSIS).

(1) Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Di dalam model empiris 1, risiko sistematis menjadi variable *intervening* yang akan memediasi hubungan antara faktor fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi dengan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, data sample observasi untuk persamaan 1-2 harus sama dengan data sample observasi persamaan 1-1, sehingga pengujian *normalitas error* untuk persamaan 1-2 mengacu pengujian *normalitas error* pada persamaan 1-1.

(2) Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik untuk model 1 persamaan 1-2 juga dilakukan dengan menguji multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan untuk memenuhi persyaratan asumsi yang ditentukan dalam teknik analisis regresi *linier* atau OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil Pengujian asumsi klasik; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dapat dilihat pada Table 4-9 berikut ini.

Tabel 4-9
Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 1 Persamaan 1-2

| Variabel Independen | Multikolonieritas (VIF) | Heteroskedastisitas | Autokorelasi (DW-test) |
|------------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| Inflasi (INF) | 1,260 | t = -0,027; sig = 0,707 | 1,496 |
| Tingkat Bunga (INT) | 1,840 | t = -0,496; sig = 0,620 | 1,496 |
| Kurs (KURS) | 7,056 | t = 0,701; sig = 0,484 | 1,496 |
| Pertumbuhan Ekonomi (PERKON) | 1,053 | t = 1,057; sig = 0,291 | 1,496 |
| Risiko Sistematis (RISKSIS) | 6,894 | t = 0,308; sig = 0,758 | 1,496 |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Penjelasan:

(a) Pengujian Multikolonieritas

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolonieritas dalam persamaan regresi digunakan uji *Varian Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai VIF lebih kecil dari 10, maka antar variable independen tidak terjadi persoalan multikolonieritas (Imam Ghozali, 2002). Hasil pengujian terhadap VIF menghasilkan nilai VIF untuk semua variable independen lebih nilai kecil dari 10, sehingga semua variable independen terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian multikolonieritas pada Table 4-9 menghasilkan nilai VIF untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Inflasi (INF) mempunyai nilai VIF sebesar 1,260. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai VIF sebesar 1,840. Kurs (KURS) mempunyai nilai VIF sebesar 7,056. Pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai VIF sebesar 1,053. Sedangkan risiko

sistematis (RISKSIS) mempunyai nilai VIF sebesar 6,894. Jadi, dengan demikian semua variable independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

(b) Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan uji *Glejser (Glejser-test)*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara variable-variabel independen dengan *residual*. Jika variable-variabel independen yang diregres dengan nilai *absolute residual* tidak signifikan secara statistik ($\text{sig} = > 0,05$), maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Imam Ghozali, 2002).

Hasil pengujian heteroskedastisitas seperti yang tersaji pada Tabel 4-9 menunjukkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($\text{sig-t} = > 0,05$) berpengaruh terhadap residual, maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas pada Table 4-9 menunjukkan bahwa inflasi (INF) mempunyai nilai $t = -0,377$ dan nilai $\text{sig} = 0,707$. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai t sebesar $-0,496$ dan nilai sig-t sebesar $0,620$. Kurs (KURS) mempunyai nilai t sebesar $0,701$ dan nilai sig sebesar $0,484$. Pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai t sebesar $1,057$ dan nilai sig-t sebesar $0,291$. Sedangkan risiko sistematis (RISKSIS) mempunyai nilai t sebesar $0,308$ dan nilai sig-t sebesar $0,758$. Jadi, semua variable

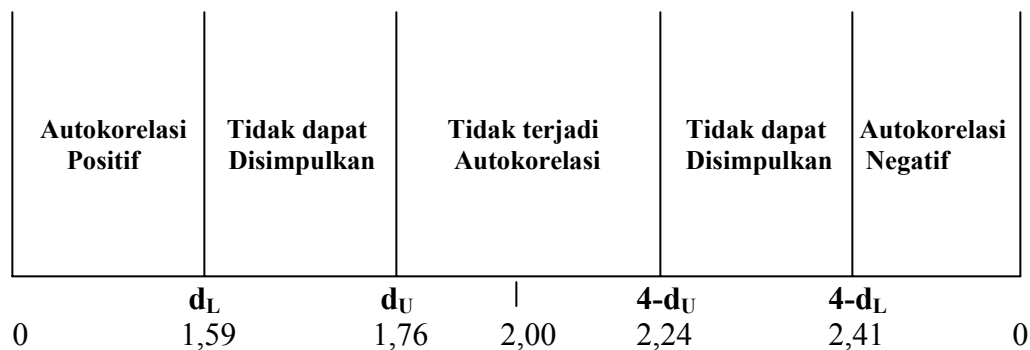
independent secara statistik tidak ada yang signifikan terhadap *absolute residual* atau mempunyai nilai *sig-t* lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

(c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian ada atau tidaknya gejala autokorelasi pada model regresi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Nilai d_L , d_U , $4-d_U$, dan $4-d_L$ sample sebesar 247 dengan $\alpha = 0,05$ adalah 1,59 (d_L), 1,76 (d_U), 2,24 ($4-d_U$), dan 2,41 (d_L). Jadi, jika nilai *Durbin-Watson* terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau 1,76 s/d 2,24 model regresi terbebas dari gejala autokorelasi.

Hasil pengujian autokorelasi dengan *Durbin-Watson Test* seperti yang tersaji pada Tabel 4-9 menunjukkan bahwa nilai *DW-test* sebesar 1,496. Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai DW terletak diantara 0 s/d d_U atau lebih kecil dari 1,59 berarti model regresi tidak terbebas dari persoalan autokorelasi. Posisi nilai *Durbin-Watson* (DW) dapat dilihat pada Gambar 4-4 berikut ini.

Gambar 4-4
Posisi Nilai Durbin-Watson Model 1 Persamaan 1-2



Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Jadi, jika dilihat pada Gambar 4-4 tersebut di atas, maka *Durbin-Watson* (DW) untuk persamaan 2 pada model empiris 1 sebesar 1,496 terletak pada daerah autokorelasi positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan autokorelasi. Menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan autokorelasi dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empirik (*to descriptive*). Selain alasan tersebut di atas, maka mengingat bahwa persamaan 1-2 merupakan satu kesatuan dalam model empiris 1 bersama persamaan 1-1, sedangkan persamaan 1-1 sudah memenuhi asumsi klasik dan BLUE, maka keberadaan autokorelasi positif pada persamaan 1-2 ini bisa diabaikan.

(3) Pengujian Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-

variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*).

Hasil pengujian dengan program SPSS 11 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,031 dan nilai nilai F sebesar 1,540 dengan *sig.* 0,0178. Jadi, variable-variable makroekonomi seperti: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) serta risiko sistematis (RISKSIS) yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan risiko sistematis (RISKSIS) sebesar 3,10 persen, sedangkan sisanya sebesar 96,90 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris tidak memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi 5 persem, tetapi *goodness of fit* pada level 17,80 persen (*sig-t* = 0,178).

Hasil perhitungan *R-square* dan signifikansi F dapat dilihat seperti yang tersaji pada Tabel 4-10 berikut ini.

Tabel 4-10
Hasil Perhitungan *R-square* dan Signifikansi F Persamaan 1-2

| Variabel Independen | Koefisien Beta | t-hitung | sig-t |
|--|----------------|----------|----------|
| Inflasi (INF) | -0,065 | -0,919 | 0,359 |
| Tingkat Bunga (INT) | 0,182 | 2,116 | 0,035** |
| Kurs (KURS) | -0,317 | -1,881 | 0,061*** |
| Pertumbuhan Ekonomi (PERKON) | -0,022 | -0,335 | 0,738 |
| Risiko Sistematis (RISKSIS) | -0,387 | -2,322 | 0,021** |
| R-square = 0,031 Keterangan : * signifikan pada level 1%. Adj.R-square = 0,011 ** signifikan pada level 5%. F-hitung = 1,540 *** signifikan pada level 10%. Signifikansi = 0,178 | | | |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

4.1.3.1.3 Pengujian Kekuatan Model Persamaan 1-3

Model persamaan 1-3 pada model empiris 1 ditulis dengan rumus sebagai berikut: $NILPER = a_3 + b_{31}INF + b_{32}INT + b_{33}KURS + b_{34}PERKON + b_{35}RISKSIS + b_{36}KINPER + e_1$. Persamaan tersebut terdiri dari 1 variable dependen, yaitu nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's Q* (NILPER) dan 6 variabel independen, yaitu; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), risiko sistematis yang diproksi dengan beta saham (RISKSIS), dan kinerja perusahaan yang diproksi dengan ROA (KINPER).

(1) Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Seperti pada pengujian normalitas *error* persamaan 1-2, maka pengujian normalitas *error* pada model 1 persamaan 1-3 juga dilakukan dengan mengacu pada

pengujian normalitas *error* persamaan 1-1. Hal ini disebabkan karena jumlah sample observasi pada persamaan 1-3 besarnya harus sama pada jumlah sample observasi persamaan 1-1 dan persamaan 1-2. Persamaan 1-3 merupakan satu kesatuan dengan persamaan 1-1 dan persamaan 1-2 dalam model empiris 1. Pada persamaan 1-3 ini, kinerja perusahaan (KINPER) merupakan variable intervening dari variable faktor fundamental makroekonomi dan risiko sistematis dalam memediasi hubungannya dengan nilai perusahaan (NILPER).

(2) Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik untuk model 1 persamaan 1-3 juga dilakukan dengan menguji multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan untuk memenuhi persyaratan asumsi yang ditentukan dalam teknik analisis regresi *linier* atau OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil Pengujian asumsi klasik; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dapat dilihat pada Table 4-11 berikut ini.

Tabel 4-11
Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 1 Persamaan 1-3

| Variabel Independen | Multikolonieritas (VIF) | Heteroskedastisitas | Autokorelasi (DW-test) |
|------------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| Inflasi (INF) | 1,265 | t = -0,067; sig = 0,946 | 0,903 |
| Tingkat Bunga (INT) | 1,874 | t = -0,589; sig = 0,556 | 0,903 |
| Kurs (KURS) | 7,160 | t = 0,562; sig = 0,574 | 0,903 |
| Pertumbuhan Ekonomi (PERKON) | 1,054 | t = -0,409; sig = 0,683 | 0,903 |
| Risiko Sistematis (RISKSIS) | 7,049 | t = 0,427; sig = 0,670 | 0,903 |
| Kinerja Perusahaan (KINPER) | 1,032 | t = 2,496; sig = 0,013 | 0,903 |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Penjelasan:

(a) Pengujian Multikolonieritas

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolonieritas dalam persamaan regresi digunakan uji *Varian Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai VIF lebih kecil dari 10, maka antar variable independen tidak terjadi persoalan multikolonieritas (Imam Ghazali, 2002). Hasil pengujian terhadap VIF menghasilkan nilai VIF untuk semua variable independen lebih nilai kecil dari 10, sehingga semua variable independen terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian multikolonieritas pada Table 4-11 menghasilkan nilai VIF untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Inflasi (INF) mempunyai nilai VIF sebesar 1,265. Tingkat bunga (INT) mempunyai nilai VIF sebesar 1,874. Kurs (KURS) mempunyai nilai VIF sebesar 7,160. Pertumbuhan

ekonomi (PERKON) mempunyai nilai VIF sebesar 1,054. Risiko sistematis (RISKSIS) mempunyai nilai VIF sebesar 7,049. Sedangkan kinerja perusahaan (KINPER) mempunyai nilai VIF sebesar 1,032. Jadi, dengan demikian semua variable independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

(b) Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan uji *Glejser (Glejser-test)*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara variable-variabel independen dengan *residual*. Jika variable-variabel independen yang diregres dengan nilai *absolute residual* tidak signifikan secara statistik ($sig-t = > 0,05$), maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Imam, 2002).

Hasil pengujian heteroskedastisitas seperti yang tersaji pada Tabel 4-11 menunjukkan bahwa ada satu variable independen yang secara statistik tidak terbebas dari persoalan heteroskedastisitas, yaitu variable kinerja perusahaan (KINPER) yang secara statistik signifikan ($sig-t = 0,013$) terhadap residual. Sedangkan variable lainnya yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($sig-t = > 0,05$) berpengaruh terhadap residual.

Hasil pengujian heteroskedastisitas pada Table 4-11 menunjukkan bahwa inflasi (INF) mempunyai nilai $t = -0,067$ dan nilai $sig = 0,946$. Tingkat bunga (INT)

mempunyai nilai t sebesar -0,589 dan nilai $sig-t$ sebesar 0,556. Kurs (KURS) mempunyai nilai t sebesar 0,562 dan nilai sig sebesar 0,574. Pertumbuhan ekonomi (PERKON) mempunyai nilai t sebesar -0,409 dan nilai $sig-t$ sebesar 0,683. Risiko sistematis (RISKSIS) mempunyai nilai t sebesar 0,427 dan nilai $sig-t$ sebesar 0,670. Sedangkan kinerja perusahaan (KINPER) mempunyai nilai t sebesar 2,496 dan nilai $sig-t$ sebesar 0,013. Jadi, terdapat satu variable independen yang secara statistik signifikan terhadap residual. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan heteroskedastisitas dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empiris (*to descriptive*). Alasan lain, seperti pada persamaan 1-2 bahwa persamaan 1-3 juga merupakan satu kesatuan dengan persamaan 1-1 dan persamaan 1-2 dalam model empiris 1, dan karena persamaan 1-1 sudah memenuhi normalitas *error* serta terbebas dari asumsi klasik (BLUE), maka persoalan heteroskedastisitas pada persamaan 1-3, khususnya pada variable kinerja perusahaan (KINPER) dapat diabaikan, dan variable kinerja perusahaan (KINPER) tetap dapat digunakan dalam model.

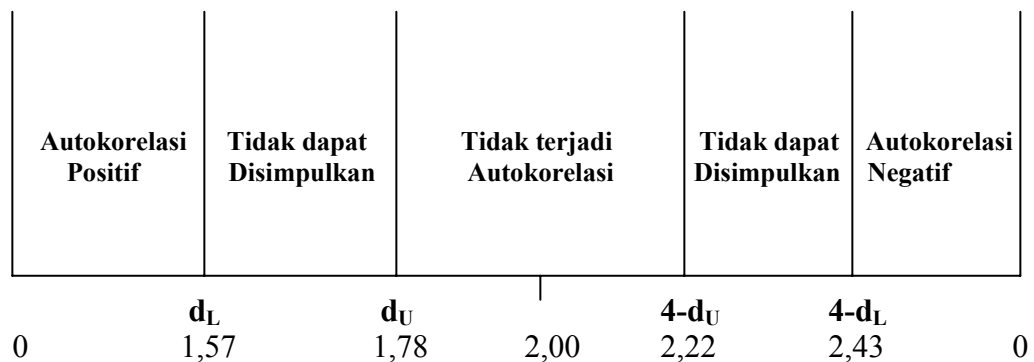
(c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian ada atau tidaknya gejala autokorelasi pada model regresi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Nilai d_L , d_U , $4-d_U$, dan $4-d_L$ sample sebesar 247 dengan $\alpha = 0,05$ adalah 1,59 (d_L), 1,76 (d_U), 2,24 ($4-d_U$), dan 2,41 (d_L). Jadi, jika nila

Durbin-Watson terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau 1,76 s/d 2,24 model regresi terbebas dari gejala autokorelasi.

Hasil pengujian autokorelasi dengan *Durbin-Watson Test* seperti yang tersaji pada Tabel 4-11 menunjukkan bahwa nilai *DW-test* sebesar 0,903. Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai DW terletak diantara 0 s/d d_U atau lebih kecil dari 1,59 berarti model regresi tidak terbebas dari persoalan autokorelasi. Posisi nilai *Durbin-Watson* (DW) dapat dilihat pada Gambar 4-5 berikut ini.

Gambar 4-5
Posisi Nilai Durbin-Watson Model 1 Persamaan 1-3



Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Jadi, jika dilihat pada Gambar 4-5 tersebut di atas, maka *Durbin-Watson* (DW) untuk persamaan 1-3 pada model empiris 1 sebesar 0,903 terletak persis pada daerah autokorelasi positif. Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan autokorelasi dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empiris (*to descriptive*). Hal yang sama juga bahwa persamaan 1-3 merupakan satu kesatuan dengan persamaan 1-1 dan persamaan 1-2

dalam model empiris 1, maka persoalan autokorelasi pada persamaan 1-3 ini dapat diabaikan.

(3) Pengujian Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*).

Hasil pengujian dengan program SPSS 11 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,173 dan nilai nilai F sebesar 8,373 dengan *sig.* 0,000. Jadi, variable-variabel makroekonomi seperti; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) serta risiko sistematis (RISKSIS) dan kinerja perusahaan (KINPER) yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan nilai perusahaan (NILPER) sebesar 17,30 persen, sedangkan sisanya sebesar 62,70 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada level signifikansi kurang dari 1 persen (*sig.* 0,000).

Hasil perhitungan *R-square* dan signifikansi F dapat dilihat seperti yang tersaji pada Tabel 4-12 berikut ini.

Tabel 4-12
Hasil Perhitungan *R-square* dan Signifikansi F Persamaan 1-3

| Variabel Independen | Koefisien Beta | t-hitung | sig-t |
|---|----------------|----------|--------|
| Inflasi (INF) | -0,094 | -1,431 | 0,154 |
| Tingkat Bunga (INT) | -0,076 | -0,945 | 0,345 |
| Kurs (KURS) | 0,116 | 0,740 | 0,460 |
| Pertumbuhan Ekonomi (PERKON) | -0,058 | -0,965 | 0,336 |
| Risiko Sistematis (RISKSIS) | 0,049 | 0,312 | 0,755 |
| Kinerja Perusahaan (KINPER) | 0,396 | 6,649 | 0,000* |
| R-square = 0,173 Keterangan : * signifikan pada level 1%. Adj.R-square = 0,152 F-hitung = 8,373 Signifikansi = 0,000* | | | |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

4.1.3.2 Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model Empiris 2

Model empiris 2 dijabarkan kedalam 2 model persamaan regresi, dan pengujiannya juga dilakukan dengan menggunakan metode regresi berganda. Seperti dijelaskan sebelumnya bahwa pengujian dengan menggunakan analisis regresi memerlukan beberapa persyaratan yang harus dipenuhi agar menghasilkan kesesuaian model (*goodness of fit*). Persyaratan-persyaratan yang harus dipenuhi tersebut meliputi persyaratan normalitas *error (residual)* dan asumsi klasik. Jadi, model regresi yang baik persyaratannya adalah variable dependen dan variable-variabel independen semuanya harus berdistribusi normal atau mendekati normal, dan harus

terbebas dari asumsi klasik yang meliputi; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi (Imam Ghozali, 2002).

4.1.3.2.1 Pengujian Kekuatan Model Persamaan 2-1

Model persamaan 2-1 pada model empiris ditulis dengan rumus sebagai berikut: $KINPER = a_1 + b_{11}INMA + b_{12}CAPEX + b_{13}LEVKEU + e_1$. Persamaan tersebut terdiri dari 1 variable dependen, yaitu Kinerja perusahaan (KINPER) yang diproksi dengan ROA dan 3 variabel independent dari kebijakan perusahaan, yaitu; insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), dan *leverage* keuangan (LEVKEU).

(1) Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Pengujian normalitas *error* dilakukan untuk mengetahui apakah variable dependen dan variable-variabel independen berdistribusi normal (mendekati normal) atau tidak. Pengujian ini dilakukan dengan melihat besarnya nilai *skewness*, persyaratannya adalah bahwa data berdistribusi normal jika nilai *skewness* berada pada posisi -2,00 s/d 2,00. Di samping dengan memperhatikan nilai *skewness*, maka pengujian juga dilakukan dengan analisis grafik, yaitu melihat *histogram* yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal dan dengan melihat *normal probability plot* (ImamGhozali, 2002).

Pengujian normalitas *error* pada mulanya dilakukan terhadap 348 sampel observasi, dan pengujian selanjutnya dilakukan secara bertahap sampai dengan menghasilkan data yang berdistribusi normal sesuai dengan ketentuan dalam

penggunaan OLS. Pada tahap pertama, pengujian dilakukan terhadap 348 sampel observasi dan menghasilkan nilai rasio *skewness* 6,379. Pengujian dilanjutkan sampai dengan 6 tahap, dan pada pengujian tahap 6 menghasilkan nilai rasio *skewness* sebesar 0,481, sehingga memenuhi standar normalitas seperti yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Hasil pengujian normalitas *error (residual)* dapat dilihat pada Tabel 4-13 seperti berikut.

Tabel 4-13
Hasil Pengujian Normalitas *Error* Model 2 Persamaan 2-1

| Tahap | N | Rasio Skewness | Penjelasan |
|-------|-----|-------------------|-----------------------------|
| 1 | 348 | 6,379 | Tidak Normal |
| 2 | 347 | 4,971 | Tidak Normal |
| 3 | 341 | 2,317 | Tidak Normal |
| 4 | 338 | 1,951 | Normal terjadi Autokorelasi |
| 5 | 294 | 0,722 | Normal terjadi Autokorelasi |
| 6 | 274 | 0,481 | Normal terjadi Autokorelasi |

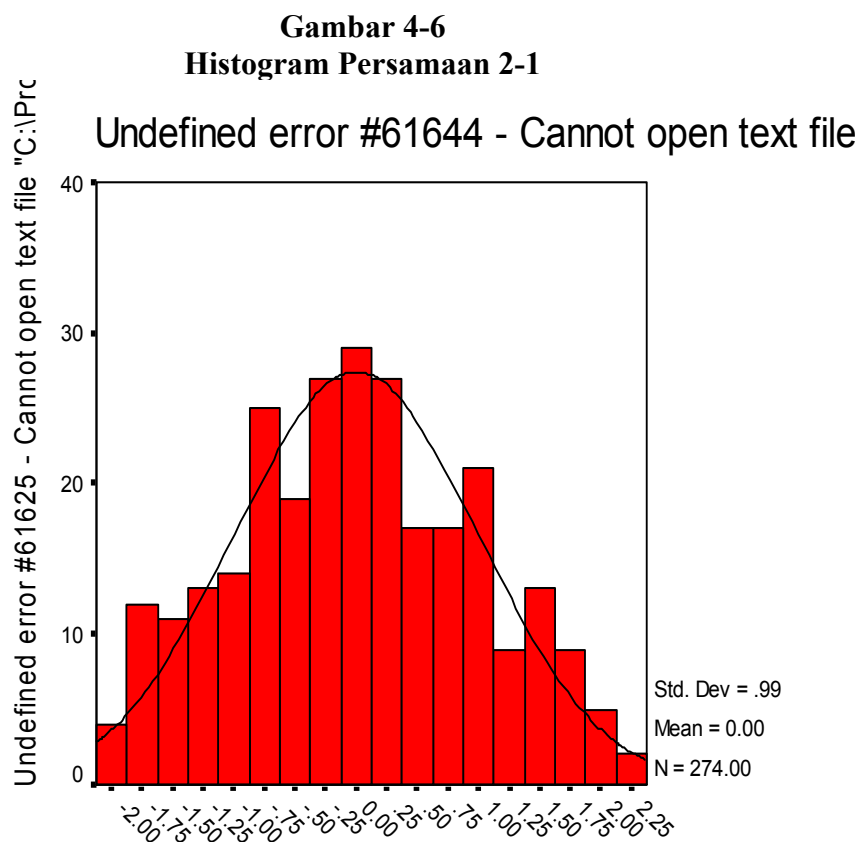
Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Pengujian tahap ke 4, 5, dan 6 telah menghasilkan nilai rasio *skewness* kurang dari 2 (< 2) serta sama-sama mengalami gangguan autokorelasi. Akan tetapi hasil pengujian keseluruhan tahap ke 6 dengan 274 sampel observasi menghasilkan model persamaan yang lebih baik, sehingga dipilih pada pengujian tahap ke 6.

Nilai rasio *skewness* pada pengujian tahap 6 sebesar 0,481 terletak pada posisi -2 sampai +2 atau lebih kecil dari 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa

data berdistribusi normal sehingga sesuai standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Pengujian *normalitas error* juga dilakukan dengan analisa grafik, yaitu dengan memperhatikan histogram dan *normal probability plot*, seperti pada Gambar 4-6 dan Gambar 4-7 berikut ini.

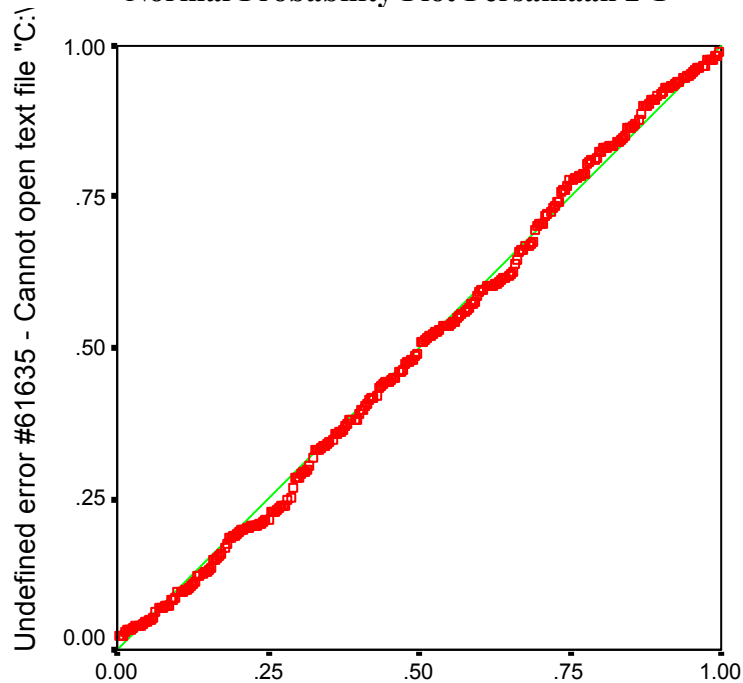


Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Jika kita perhatikan Gambar-4-6 tersebut di atas, maka grafik *histogram* memberikan pola distribusi yang mendekati normal. Oleh karena itu, dapat

disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai dengan standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Gambar 4-7
Normal Probability Plot Persamaan 2-1



Undefined error #61634 - Cannot open text file "C:\Progra

Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Jika kita memperhatikan Gambar 4-7 tersebut di atas, maka pada grafik *normal probability plot* terlihat titik-titik menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal, berarti sudah sesuai dengan standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

(2) Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan menguji multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan untuk memenuhi persyaratan asumsi yang ditentukan dalam teknik analisis regresi *linier* atau OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil Pengujian asumsi klasik; multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dapat dilihat pada Table 4-14 berikut ini.

Tabel 4-14
Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 2 Persamaan 2-1

| Variabel Independen | Multikolonieritas (VIF) | Heteroskedastisitas | Autokorelasi (DW-test) |
|----------------------------|-------------------------|---------------------------|------------------------|
| Insentif Manajer | 1,007 | $t = -1,260; sig = 0,209$ | 1,294 |
| <i>Capital Expenditure</i> | 1,006 | $t = -1,451; sig = 0,148$ | 1,294 |
| <i>Leverage</i> Keuangan | 1,001 | $t = -1,511; sig = 0,132$ | 1,294 |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Penjelasan:

(a) Pengujian Multikolonieritas

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolonieritas dalam persamaan regresi digunakan uji *Varian Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai VIF lebih kecil dari 10, maka antar variable independen tidak terjadi persoalan multikolonieritas (Imam, 2002). Hasil pengujian terhadap VIF menghasilkan nilai VIF untuk semua variable independen lebih nilai kecil dari 10, sehingga semua variable independen terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian multikolonieritas pada Table 4-14 menghasilkan nilai VIF untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Insentif Manajer (INMA) mempunyai nilai VIF sebesar 1,007. *Capital expenditure* (CAPEX) mempunyai nilai VIF sebesar 1,006. Sedangkan *leverage* keuangan (LEVKEU) mempunyai nilai VIF sebesar 1,001. Jadi, semua variable independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, dan dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

(b) Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan uji *Glejser* (*Glejser-test*). Pengujian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara variable-variabel independen dengan *residual*. Jika variable-variabel independen yang diregres dengan nilai *absolute residual* tidak signifikan secara statistik ($sig = > 0,05$), maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Imam Ghozali, 2002).

Hasil pengujian heteroskedastisitas seperti yang tersaji pada Tabel 4-14 menunjukkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($sig-t = > 0,05$) berpengaruh terhadap residual, maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas pada Table 4-14 menunjukkan bahwa insentif manajer (INMA) mempunyai nilai $t = -1,260$ dengan nilai $sig-t = 0,209$. *Capital expenditure* (CAPEX)

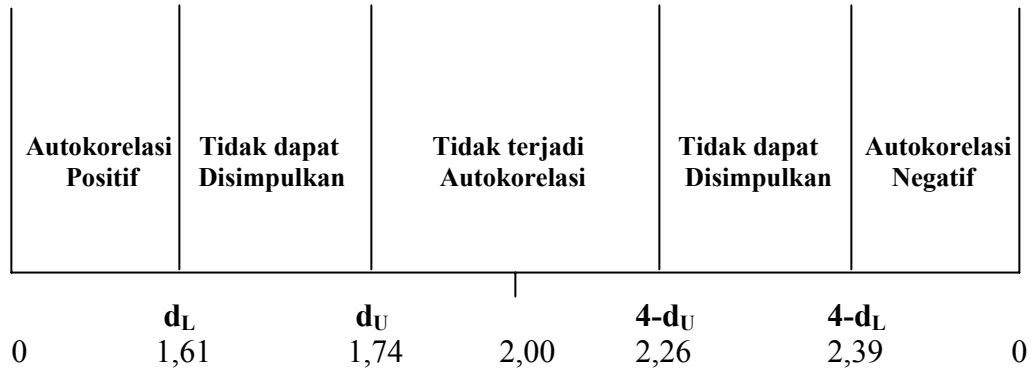
mempunyai nilai t sebesar -1,451 dengan nilai $sig-t$ sebesar 0,148. Sedangkan *leverage* keuangan (LEVKEU) mempunyai nilai t sebesar -1,511 dan nilai $sig-t$ sebesar 0,132. Jadi, semua variable independen secara statistik tidak ada yang signifikan terhadap *absolute residual* atau mempunyai nilai $sig-t$ lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

(c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian ada atau tidaknya gejala autokorelasi pada model regresi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Nilai d_L , d_U , $4-d_U$, dan $4-d_L$ sample sebesar 268 dan variable independen 3 dengan $\alpha = 0,05$ adalah 1,61 (d_L), 1,74 (d_U), 2,26 ($4-d_U$), dan 2,39 (d_L). Jadi, jika nilai *Durbin-Watson* terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ model regresi terbebas dari gejala autokorelasi.

Hasil pengujian autokorelasi dengan *Durbin-Watson Test* seperti yang tersaji pada Tabel 4-14 menunjukkan bahwa nilai *DW-test* sebesar 1,294. Nilai *DW-test* sebesar 1,294 terletak diantara 0 s/d d_L atau lebih kecil dari d_L , yaitu 1,61. Posisi nilai *Durbin-Watson* (DW) model empiris 2 persamaan 2-1 dapat dilihat pada Gambar 4-8 berikut ini.

Gambar 4-8
Posisi Nilai Durbin-Watson Model 2 Persamaan 2-1



Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Berdasarkan pada Gambar 4-8 tersebut di atas, maka *Durbin-Watson* (DW) untuk persamaan 2-1 pada model empiris 2 sebesar 1,294 terletak pada daerah autokorelasi positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terbebas dari persoalan autokorelasi. Namun seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan autokorelasi dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empirik (*to descriptive*). Hal yang sama juga bahwa persamaan 2-1 merupakan satu kesatuan dengan persamaan 2-2 dalam model empiris 1, maka persoalan autokorelasi pada persamaan 2-1 ini dapat diabaikan.

(3) Pengujian Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-

variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*).

Hasil pengujian dengan program SPSS 11 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,589 dan nilai nilai F sebesar 128,743 dengan *sig-t* = 0,000. Jadi, variable-variabel kebijakan perusahaan seperti; insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), dan *leverage* keuangan (LEVKEU) yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan kinerja perusahaan (KINPER) sebesar 58,90 persen, sedangkan sisanya sebesar 41,10 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen (*sig-t* = 0,000).

Hasil perhitungan *R-square* dan signifikansi F dapat dilihat seperti yang tersaji pada Tabel 4-15 berikut ini.

Tabel 4-15
Hasil Perhitungan *R-square* dan Signifikansi F Persamaan 2-1

| Variabel Independen | Koefisien Beta | t-hitung | sig-t |
|---|----------------|----------|--------|
| Insentif Manajer | 0,160 | 4,074 | 0,000* |
| <i>Capital Expenditure</i> | -0,008 | -0,209 | 0,835 |
| <i>Leverage</i> Keuangan | -0,755 | -19,355 | 0,000* |
| R-square = 0,589 Keterangan : * signifikan pada level 1%. Adj.R-square = 0,584 F-hitung = 128,743 Signifikansi = 0,000* | | | |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

4.1.3.2.1 Pengujian Kekuatan Model Persamaan 2-2

Model persamaan 2-2 pada model empiris 2 ditulis dengan rumus sebagai berikut: adalah $NILPER = a_2 + b_{21}INMA + b_{22}CAPEX + b_{23}LEVKEU + b_{24}KINPER + e_2$. Persamaan tersebut terdiri dari 1 variable dependen, yaitu nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's Q* (NILPER) dan 4 variabel independen, yaitu; insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU), dan kinerja perusahaan yang diproksi dengan ROA (KINPER).

(1) Pengujian Normalitas *Error (Residual)*

Pada model empiris 2, kinerja perusahaan (KINPER) menjadi variable *intervening* yang akan memediasi hubungan antara kebijakan perusahaan: insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan dengan nilai perusahaan. Oleh karena itu, data sample observasi untuk persamaan 2-2 harus sama dengan data sample observasi persamaan 2-1. Sehingga pengujian *normalitas error* untuk persamaan 2-2 mengacu pengujian *normalitas error* pada persamaan 2-1.

(2) Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik untuk model 2 persamaan 2-2 juga dilakukan dengan menguji multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan untuk memenuhi persyaratan asumsi yang ditentukan dalam teknik analisis regresi *linier* atau OLS (*Ordinary Least Square*). Hasil Pengujian asumsi klasik;

multikolonieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi dapat dilihat pada Table 4-16 berikut ini.

Tabel 4-16
Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model 2 Persamaan 2-2

| Variabel Independen | Multikolonieritas (VIF) | Heteroskedastisitas | Autokorelasi (DW-test) |
|----------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| Insentif Manajer | 1,068 | t = -0,603; sig = 0,547 | 1,349 |
| <i>Capital Expenditure</i> | 1,006 | t = -0,868; sig = 0,386 | 1,349 |
| <i>Leverage</i> Keuangan | 2,387 | t = 5,111; sig = 0,000 | 1,349 |
| Kinerja Perusahaan | 2,430 | t = 3,553; sig = 0,000 | 1,349 |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

Penjelasan:

(a) Pengujian Multikolonieritas

Pengujian ada atau tidaknya gejala multikolonieritas dalam persamaan regresi digunakan uji *Varian Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai VIF lebih kecil dari 10, maka antar variable independen tidak terjadi persoalan multikolonieritas (Imam Ghozali, 2002). Hasil pengujian terhadap VIF menghasilkan nilai VIF untuk semua variable independen lebih nilai kecil dari 10, sehingga semua variable independen terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian multikolonieritas pada Table 4-16 menghasilkan nilai VIF untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Insentif Manajer (X_5) mempunyai nilai VIF sebesar 1,068. *Capital expenditure* (X_6) mempunyai nilai VIF sebesar 1,006. *Leverage* keuangan (X_7) mempunyai nilai VIF sebesar 2,387 sedangkan kinerja perusahaan (Y_2) mempunyai nilai VIF 2,430. Jadi, semua variable

independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, dan dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

(b) Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan uji *Glejser (Glejser-test)*. Pengujian ini dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara variable-variabel independen dengan *residual*. Jika variable-variabel independen yang diregres dengan nilai *absolute residual* tidak signifikan secara statistik ($\text{sig-t} > 0,05$), maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas (Imam, 2002).

Hasil pengujian heteroskedastisitas seperti yang tersaji pada Tabel 4-16 menunjukkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($\text{sig-t} > 0,05$) berpengaruh terhadap residual, maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas pada Table 4-16 menunjukkan bahwa insentif manajer (X_5) mempunyai nilai $t = -0,603$ dan nilai $\text{sig-t} = 0,547$. *Capital expenditure* (X_6) mempunyai nilai t sebesar -0.868 dan nilai sig sebesar $0,386$. *Leverage* keuangan (X_7) mempunyai nilai t sebesar $5,111$ dan nilai sig-t sebesar $0,000$ sedangkan kinerja perusahaan (Y_2) mempunyai nilai t sebesar $3,553$ dan nilai sig-t sebesar $0,000$. Jadi, terdapat 2 variable independen yang secara statistik signifikan terhadap *absolute residual* atau mempunyai nilai sig-t lebih besar dari $0,05$, sehingga dapat disimpulkan

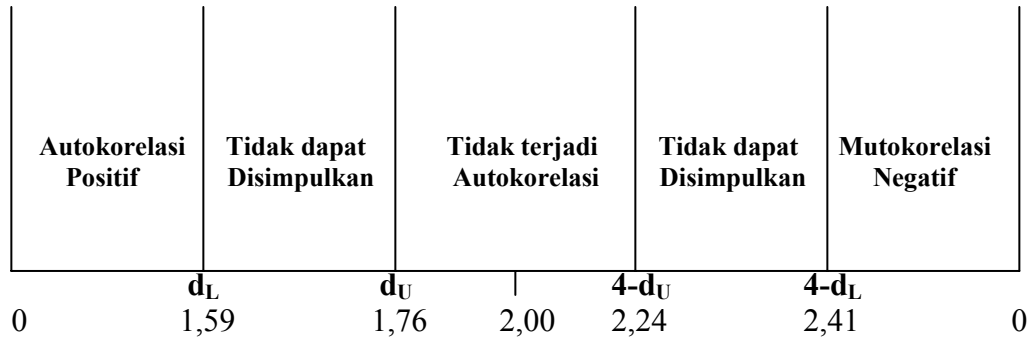
model regresi tidak terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Akan tetapi menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan heteroskedastisitas dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empirik (*to descriptive*). Alasan lain, bahwa persamaan 2-2 merupakan satu kesatuan dengan persamaan 2-1 dan dalam model empirik 2, dan karena persamaan 2-1 sudah memenuhi normalitas *error* serta terbebas dari asumsi klasik (BLUE), maka persoalan heteroskedastisitas pada persamaan 2-2, khususnya pada variable *leverage* keuangan (X_7) dan kinerja perusahaan (Y_2) dapat diabaikan, sehingga variable *leverage* keuangan (X_7) dan kinerja perusahaan (Y_2) tetap dapat digunakan dalam model.

(c) Pengujian Autokorelasi

Pengujian ada atau tidaknya gejala autokorelasi pada model regresi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson*. Nilai d_L , d_U , $4-d_U$, dan $4-d_L$ sample sebesar 111 dan independen variable 4 dengan $\alpha = 0,05$ adalah 1,59 (d_L), 1,76 (d_U), 2,24 ($4-d_U$), dan 2,41 (d_L). Jadi, jika nilai *Durbin-Watson* terletak diantara d_U s/d $4-d_U$ atau 1,76 s/d 2,24 model regresi terbebas dari gejala autokorelasi.

Hasil pengujian autokorelasi dengan *Durbin-Watson Test* seperti yang tersaji pada Tabel 4-16 menunjukkan bahwa nilai *DW-test* sebesar 1,349. Nilai *DW-test* sebesar 1,349 terletak diantara 0 s/d d_L atau lebih kecil dari d_L , yaitu 1,59. Posisi nilai *Durbin-Watson* (DW) model empiris 2 persamaan 2-2 dapat dilihat pada Gambar 4-9 berikut ini.

Gambar 4-9
Posisi Nilai Durbin-Watson Model 2 Persamaan 2-2



Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Jadi, jika dilihat pada Gambar 4-8 tersebut di atas, maka *Durbin-Watson* (DW) untuk persamaan 2 pada model empiris 2 sebesar 1,349 terletak pada autokorelasi positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terbebas dari persoalan autokorelasi. Seperti telah dijelaskan di atas bahwa menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan autokorelasi dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empirik (*to descriptive*). Di samping itu, bahwa persamaan 2-2 merupakan satu kesatuan dengan persamaan 2-1 dan dalam model empirik 2, dan karena persamaan 2-1 sudah memenuhi normalitas *error* serta terbebas dari asumsi klasik (BLUE), maka persoalan autokorelasi pada persamaan 2-2, dapat diabaikan, sehingga model dapat digunakan.

(3) Pengujian Kesesuaian Model

Seperti pengujian-pengujian sebelumnya, maka pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) untuk model 2 persamaan 2-2 juga dilakukan dengan melihat nilai

dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*).

Hasil pengujian dengan program SPSS 11 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,238 dan nilai nilai F sebesar 21,013 dengan *sig-t* = 0,000. Jadi, variable-variabel kebijakan perusahaan seperti; insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU), kinerja perusahaan (KINPER) dan yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan nilai perusahaan (NILPER) sebesar 23,80 persen, sedangkan sisanya sebesar 76,20 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level signifikansi* kurang dari 1 persen (*sig-t* = 0,000).

Hasil perhitungan *R-square* dan signifikansi F dapat dilihat seperti yang tersaji pada Tabel 4-17 berikut ini.

Tabel 4-17
Hasil Perhitungan *R-square* dan Signifikansi F Persamaan 2-2

| Variabel Independen | Koefisien Beta | t-hitung | <i>sig-t</i> |
|--|----------------|----------|--------------|
| Insentif Manajer | -0,051 | -0,927 | 0,335 |
| <i>Capital Expenditure</i> | -0,016 | -0,306 | 0,760 |
| <i>Leverage</i> Keuangan | 0,725 | 8,819 | 0,000* |
| Kinerja Perusahaan | 0,427 | 5,152 | 0,000* |
| R-square = 0,238 Keterangan : * signifikan pada level 1%. Adj.R-square = 0,227 F-hitung = 21,013 Signifikansi = 0,000* | | | |

Sumber: Data diolah, SPSS 11.

4.1.3.3 Kesimpulan Hasil Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model

Kesimpulan hasil pengujian kekuatan dan kesesuaian model akan menjelaskan kesimpulan dari hasil pengujian empiris untuk model empiris 1 yang terbagi dalam 3 persamaan dan model empiris 2 yang terbagi dalam 2 persamaan.

4.1.3.3.1 Kesimpulan Hasil Pengujian Model Empiris 1

Hasil pengujian model empiris 1 diringkas dalam tiga kelompok sesuai dengan jumlah persamaan dalam model empiris 1. Ringkasan hasil pengujian model empiris 1 yang terdiri dari tiga persamaan dapat dilihat pada Tabel 4-18 berikut ini.

Tabel 4-18
Ringkasan Hasil Pengujian Model Empiris 1

| Persamaan | Uraian | Nilai | Keterangan |
|---------------|---------------|---------|--|
| Persamaan 1-1 | R-Square | 0,855 | Memenuhi asumsi klasik dan <i>goodness of fit</i> . |
| | Adj. R-Square | 0,853 | |
| | F-hitung | 356,167 | |
| | Signifikansi | 0,000* | |
| Persamaan 1-2 | R-Square | 0,031 | Tidak memenuhi asumsi klasik (terjadi autokorelasi positif) dan tidak memenuhi <i>goodness of fit</i> |
| | Adj. R-Square | 0,011 | |
| | F-hitung | 1,540 | |
| | Signifikansi | 0,176 | |
| Persamaan 1-3 | R-Square | 0,173 | Tidak memenuhi asumsi klasik (terjadi autokorelasi positif dan heteroskedastisitas pada variabel kinerja perusahaan), tetapi memenuhi <i>goodness of fit</i> . |
| | Adj. R-Square | 0,152 | |
| | F-hitung | 8,373 | |
| | Signifikansi | 0,000* | |

Sumber : Data diolah

Keterangan : * signifikan pada *level* 1%

Penjelasan:

Persamaan 1-1, 1-2, dan 1-3 pada model empiris 1 memenuhi persyaratan normalitas *error*, tetapi tidak memenuhi asumsi klasik sesuai yang dipersyaratkan dalam model persamaan regresi (OLS), khususnya pada persamaan 1-2 dan 1-3. Bahkan pada persamaan 1-2 juga tidak memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) sehingga model tidak dapat digunakan untuk memprediksi. Akan tetapi, seperti telah

dijelaskan di atas bahwa menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan asumsi klasik (multikolonieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi) dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empiris (*to descriptive*). Jadi, kesimpulannya model dapat digunakan untuk menjelaskan fenomena empirik yang terjadi di pasar modal Indonesia (BEI).

4.1.3.3.2 Kesimpulan Hasil Pengujian Model Empiris 2

Hasil pengujian model empiris 2 diringkas dalam dua kelompok sesuai dengan jumlah persamaan dalam model empiris 2, yaitu persamaan 2-1 dan persamaan 2-2. Ringkasan hasil pengujian model empiris 2 yang terdiri dari dua persamaan tersebut dapat dilihat pada Tabel 4-19 berikut ini.

Tabel 4-19
Ringkasan Hasil Pengujian Model Empiris 2

| Persamaan | Uraian | Nilai | Keterangan |
|---------------|---------------|---------|---|
| Persamaan 2-1 | R-Square | 0,589 | Tidak memenuhi asumsi klasik (terjadi autokorelasi positif), tetapi memenuhi <i>goodness of fit</i> . |
| | Adj. R-Square | 0,584 | |
| | F-hitung | 128,743 | |
| | Signifikansi | 0,000* | |
| Persamaan 2-2 | R-Square | 0,348 | Tidak memenuhi asumsi klasik (terjadi autokorelasi positif dan heteroskedastisitas pada variable <i>leverage</i> keuangan dan kinerja perusahaan), tetapi memenuhi <i>goodness of fit</i> . |
| | Adj. R-Square | 0,320 | |
| | F-hitung | 12,405 | |
| | Signifikansi | 0,000* | |

Sumber: Data diolah

Keterangan: * signifikan pada *level* 1%

Penjelasan:

Model empiris 2 persamaan 2-1 dan 2-2 memenuhi persyaratan normalitas *error*, memenuhi kesuaian model (*goodness of fit*), tetapi tidak memenuhi asumsi klasik seperti yang dipersyaratkan dalam model persamaan regresi (OLS). Persamaan 2-1 mengalami gangguan autokorelasi positif, demikian juga pada persamaan 2-2 mengalami gangguan autokorelasi positif, dan heteroskedastisitas pada variable leverage keuangan dan kinerja perusahaan. Seperti telah dijelaskan di atas, bahwa menurut Cooper dan Emory (1996), gangguan autokorelasi maupun heteroskedastisitas dapat diabaikan sepanjang tujuan penelitian hanya untuk mengetahui dan menjelaskan (*to descriptive*) fenomena yang terjadi bukan untuk memprediksi. Jadi, dengan mengacu pada pendapat dari Cooper dan Emory (1996) tersebut, maka model 2 persamaan 2-1 dan 2-2 dapat digunakan untuk menjelaskan fenomena empirik yang terjadi di BEI, dan analisis dilanjutkan.

4.1.4 Pengujian Regresi

Pengujian regresi dilakukan untuk persamaan regresi 1-1, persamaan regresi 1-2, dan persamaan regresi 1-3 pada model empiris 1 serta persamaan regresi 2-1 dan persamaan regresi 2-2 pada model empiris 2.

4.1.4.1 Pengujian Regresi pada Model Empiris 1

Pengujian regresi pada model empiris 1 dilakukan terhadap 3 persamaan regresi dalam model empiris 1. Variabel-variabel dalam model empiris 1 terdiri dari inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON),

risiko sistematis (RISKSIS), kinerja perusahaan (KINPER), dan nilai perusahaan (NILPER).

Variabel-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) merupakan variable fundamental makroekonomi, dimana data empirisnya merupakan data runtut waktu (*time series*). Oleh karena itu, untuk menentukan tingkat inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) masing-masing perusahaan digunakan pendekatan sensitivitas. Pendekatan ini dilakukan dengan cara meregres data satu tahun masing-masing variable tersebut dengan *return* saham masing-masing perusahaan, sehingga akan didapatkan nilai inflasi (INF), tingkat bunga (X_2), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) masing-masing perusahaan.

4.1.4.1.1 Persamaan Regresi 1-1

Persamaan regresi 1-1 terdiri dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs , dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebagai variable independen dan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable dependen. Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut :

$$\text{RISKSIS} = a_1 + b_{11}\text{INF} + b_{12}\text{INT} + b_{13}\text{KURS} + b_{14}\text{PERKON} + e_1$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan digunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 1 persamaan 1-1 dapat dilihat pada Tabel 4-20 berikut ini.

Tabel 4-20
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 1 Persamaan 1-1

| Model | Variabel | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|--------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .179 | .021 | | 8.649 | .000 |
| | INF | -.035 | .005 | -.167 | -6.597 | .000* |
| | INT | .207 | .018 | .310 | 11.676 | .000* |
| | KURS | -.363 | .010 | -.928 | -35.747 | .000* |
| | PERTEKON | .011 | .005 | .058 | 2.335 | .020** |

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .925(a) | .855 | .853 | .24938888 | 1.824 |

a Predictors: (Constant), PERTEKON, INF, KURS, INT

b Dependent Variable: RISKSIS

| Model | | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|---------|-------|
| 1 | Regression | 88.719 | 4 | 22.180 | 356.617 | .000* |
| | Residual | 15.051 | 242 | .062 | | |
| | Total | 103.770 | 246 | | | |

a Predictors: (Constant), PERTEKON, INF, KURS, INT

b Dependent Variable: RISKSIS

Sumber: Data output SPSS

R-Square : 0,855. Keterangan : * Signifikan pada level 1%.
F-hitung : 356,617. ** Signifikan pada level 5%.
Sig-F : 0,000*

Berdasarkan pada Tabel 4-20 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis: $RISKSIS = -0,167INF + 0,310INT - 0,928KURS + 0,058PERKON$. Nilai koefisien inflasi (INT) sebesar -0,035 (negative), berarti inflasi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien tingkat bunga (INT) sebesar 0,310 (positif), berarti tingkat bunga berpengaruh positif terhadap risiko

sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien inflasi dan kurs (KURS) sebesar masing-masing -0,167 dan -0,928 (negative), berarti inflasi dan kurs berpengaruh negative terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebesar 0,058 (positif), berarti pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (RISKSIS).

Semua variable makroekonomi secara statistik berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Inflasi (INF) dan kurs (KURS) secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis pada *level of significant* 1%. Sedangkan tingkat bunga (INT) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON),) secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Tingkat bunga secara statistik berpengaruh positif signifikan pada *level of significant* 1%, sedangkan pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh positif signifikan pada *level of significant* 5%.

Besarnya *R-square* 0,855 dan F-hitung 356,617 dengan nilai *sig-F* = 0,000 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan 85,50 persen pada *level of significant* 1%, sedangkan 14,50 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Artinya bahwa risiko sistematis dipengaruhi oleh inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) sebesar 85,50 persen. Variabel-variabel tersebut merupakan variable faktor fundamental makroekonomi, sedangkan

sisanya 14,50 persen disebabkan oleh faktor eksternal lainnya, seperti: kondisi politik, hukum, keamanan, budaya, dan lain-lain.

Berdasarkan Tabel 4-20 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) dan dapat digunakan untuk memprediksi, karena model ini juga terbebas dari normalitas *error* dan asumsi klasik. Oleh karena itu, jika kita menggunakan model ini untuk memprediksikan risiko sistematis, maka menghasilkan nilai prediksi yang efisien (*Best Linier Unbias Estimator*).

4.1.4.1.2 Persamaan Regresi 1-2

Persamaan regresi 1-2 terdiri dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) sebagai variable independen, serta kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable dependen. Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut:

$$\text{KINPER} = a_2 + b_{21}\text{INF} + b_{22}\text{INT} + b_{23}\text{KURS} + b_{24}\text{PERKON} + b_{25}\text{RISKSIS} + e_2$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan menggunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 1 persamaan 1-2 dapat dilihat pada Tabel 4-21 berikut ini.

Tabel 4-21
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 1 Persamaan 1-2

| Model | Variable | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|---------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .052 | .011 | | 4.697 | .000 |
| | INF | -.002 | .003 | -.065 | -.919 | .359 |
| | INT | .022 | .010 | .182 | 2.116 | .035** |
| | KURS | -.022 | .012 | -.317 | -1.881 | .061*** |
| | PERKON | -.001 | .002 | -.022 | -.335 | .738 |
| | RISKSIS | -.069 | .030 | -.387 | -2.322 | .021** |

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .176(a) | .031 | .011 | .11595906 | 1.496 |

a Predictors: (Constant), RISKSIS, PERTEKON, INT, INF, KURS

b Dependent Variable: KINPER

| Model | | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|---------|
| 1 | Regression | .104 | 5 | .021 | 1.540 | .178(a) |
| | Residual | 3.241 | 241 | .013 | | |
| | Total | 3.344 | 246 | | | |

a Predictors: (Constant), RISKSIS, PERTEKON, INT, INF, KURS

b Dependent Variable: KINPER

Sumber: Data output SPSS.

R-Square : 0,348. Keterangan : ** Signifikan pada *level* 5%.
F-hitung : 12,405. *** Signifikan pada *level* 10
Sig-F : 0,000*

Berdasarkan pada Tabel 4-24 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis: $KINPER = - 0,065INF + 0,182INT - 0,317KURD - 0,022PERKON - 0,387RISKSIS$. Nilai koefisien inflasi (INF) sebesar -0,065 (negatif), berarti inflasi

berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien tingkat bunga (INT) sebesar 0,1822 (positif), berarti tingkat bunga berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien kurs (KURS) sebesar -0,317 (negatif), berarti kurs berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi sebesar -0,022 (negatif), berarti pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien risiko sistematis (RISKSIS) sebesar -0,387 (negatif), berarti risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Inflasi (INF) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Tingkat bunga (INT) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level* 5%. Kurs (KURS) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level of significant* 10%. Pertumbuhan ekonomi (PERKON) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan risiko sistematis (RISKSIS) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (Y_2) pada *level of significant* 5%.

Besarnya *R-square* 0,031 dan F-hitung 1,540 dengan nilai *sig-F* = 0,178 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan 3,10 persen pada *level of significant* 17,80%, sedangkan 96,20 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Mengingat bahwa penelitian menggunakan *level of significant* 5%, maka berdasarkan

Tabel 4-21 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi tidak memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) dan tidak dapat digunakan untuk memprediksi. Jika digunakan untuk memprediksi, maka hasilnya tidak efisien, sehingga model ini hanya digunakan untuk menjelaskan fenomena saja.

4.1.4.1.3 Persamaan Regresi 1-3

Persamaan regresi 1-3 terdiri dari variable-variabel inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), risiko sistematis (RISKSIS), dan kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable independen, serta nilai perusahaan (NILPER) sebagai variable dependen. Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut :

$$\text{NILPER} = a_3 + b_{31}\text{INF} + b_{32}\text{X}_{\text{INT}} + b_{33}\text{KURS} + b_{34}\text{PERKON} + b_{35}\text{RISKSIS} + b_{36}\text{KINPER} + e_1$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan menggunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 1 persamaan 1-3 dapat dilihat pada Tabel 4-22 berikut ini.

Tabel 4-22
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 1 Persamaan 1-3

| Model | Variable | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 1.237 | .095 | | 13.030 | .000 |
| | INF | -.032 | .022 | -.094 | -1.431 | .154 |
| | INT | -.081 | .086 | -.076 | -.945 | .345 |
| | KURS | .073 | .098 | .116 | .740 | .460 |
| | PERKON | -.018 | .019 | -.058 | -.965 | .336 |
| | RISKSIS | .078 | .249 | .049 | .312 | .755 |
| | KINPER | 3.536 | .532 | .396 | 6.649 | .000* |

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .416(a) | .173 | .152 | .95718166 | .903 |

a Predictors: (Constant), KINPER, INF, PERTEKON, KURS, INT, RISKSIS
b Dependent Variable: NILPER

| Model | | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|---------|
| 1 | Regression | 46.029 | 6 | 7.671 | 8.373 | .000(a) |
| | Residual | 219.887 | 240 | .916 | | |
| | Total | 265.916 | 246 | | | |

a Predictors: (Constant), KINPER, INF, PERTEKON, KURS, INT, RISKSIS
b Dependent Variable: NILPER

Sumber: Data output SPSS.

R-Square : 0,173. Keterangan : * Signifikan pada level 1%.
F-hitung : 8,373.
Sig-F : 0,000*

Berdasarkan pada Tabel 4-22 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis: $NILPER = - 0,094INF - 0,076INT + 0,116KURS - 0,058PERKON +$

0,049RISKSIS + 0,396KINPER. Nilai koefisien inflasi (INF) sebesar -0,094 (negatif), berarti inflasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien tingkat bunga (INT) sebesar -0,076 (negatif), berarti tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien kurs (KURS) sebesar 0,116 (positif), berarti kurs berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi sebesar -0,058 (negatif), berarti pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien risiko sistematis (RISKSIS) sebesar 0,049 (positif), berarti risiko sistematis berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien kinerja perusahaan (KINPER) sebesar 0,396 (positif), berarti kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (NILPER).

Inflasi (INF) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Tingkat bunga (INT) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Kurs (KURS) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Pertumbuhan ekonomi (PERKON) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Risiko risiko sistematis (RISKSIS) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Sedangkan kinerja perusahaan (KINPER) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER) pada *level of significant* 1%.

Besarnya *R-square* 0,173 dan F-hitung 8,373 dengan nilai *sig-F* = 0,000 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan 17,30 persen pada *level of significant* 1%, sedangkan 72,70 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Jadi, berdasarkan Tabel 4-22 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*). Namun meskipun memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*), karena model persamaan 1-3 ini tidak memenuhi asumsi klasik, maka model ini tidak dapat digunakan untuk memprediksi, dan hanya dapat digunakan untuk menjelaskan fenomena.

4.1.4.2 Pengujian Regresi pada Model Empiris 2

Pengujian regresi pada model empiris 2 dilakukan terhadap 2 persamaan regresi. Variabel-variabel dalam model empiris 2 terdiri dari insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU), kinerja perusahaan (KINPER), dan nilai perusahaan (NILPER).

Vriabel-variabel insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU), dan kinerja perusahaan (KINPER) merupakan variable-variabel fundamental mikro, dimana data empirisnya merupakan data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*). Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa faktor fundamental mikro dikelompokkan menjadi dua, yaitu faktor kebijakan perusahaan, yang diproksi dengan variable-variabel; insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), dan *leverage* keuangan (LEVKEU), serta

faktor kinerja perusahaan yang diproksi dengan indikator variable *Return on Asset (ROA)*. Sedangkan variable nilai perusahaan diproksi dengan indikator variable *Tobin's Q*.

4.1.4.2.1 Persamaan Regresi 2-1

Persamaan regresi 2-1 terdiri dari variable-variabel insentif manajer (INMA), *capital expenditure (CAPEX)*, dan *leverage* keuangan (LEVKEU), sebagai variable independen serta kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable dependen.

Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut :

$$KINPER = a_1 + b_{11}INMA + b_{12}CAPEX + b_{13}LEVKEU + e_1$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan menggunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 2 persamaan 2-1 dapat dilihat pada Tabel 4-23 berikut ini.

Tabel 4-23
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 2 Persamaan 2-1

| Model | Variable | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .081 | .005 | | 16.875 | .000 |
| | INMA | .018 | .004 | .160 | 4.074 | .000* |
| | CAPEX | -4.251E-05 | .0060 | -.008 | -.209 | .835 |
| | LEVKEU | -.114 | .006 | -.755 | -19.335 | .000* |

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .767(a) | .589 | .584 | .03437796 | 1.294 |

a Predictors: (Constant), LEVKEU, CAPEX, INMA

b Dependent Variable: KINPER

| Model | | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|---------|---------|
| 1 | Regression | .456 | 3 | .152 | 128.743 | .000(a) |
| | Residual | .319 | 270 | .001 | | |
| | Total | .776 | 273 | | | |

a Predictors: (Constant), LEVKEU, CAPEX, INMA

b Dependent Variable: KINPER

Sumber: Data output SPSS.

R-Square: 0,589. Keterangan: * Signifikan pada *level* 1%.

F-hitung : 128,743.

Sig-F : 0,000*

Berdasarkan pada Tabel 4-23 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis:

$KINPER = 0,160INMA - 0,008CAPEX - 0,755LEVKEU$. Nilai koefisien insentif manajer (INMA) sebesar 0,160 (positif), berarti insentif manajer berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien *capital expenditure* (CAPEX) sebesar -0,008 (negatif), berarti *capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien *leverage* keuangan (LEVKEU) sebesar -0,755 (negatif), berarti *leverage* keuangan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Insentif manajer (INMA) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level of significant* 1%. *Capital expenditure* (CAPEX) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan *leverage* keuangan (LEVKEU) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level of significant* 1%.

Besarnya *R-square* 0,589 dan F-hitung 128,743 dengan nilai *sig* 0,000 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan pengaruhnya 58,90 persen terhadap kinerja perusahaan pada *level of significant* 1%, sedangkan 41,10 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Kebijakan perusahaan; insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan sebesar 58,90 persen, dan sisanya sebesar 41,10 persen disebabkan oleh faktor internal yang lain.

Berdasarkan Tabel 4-23 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*). Namun karena persamaan 2-1 tidak memenuhi asumsi klasik, maka tidak dapat digunakan untuk memprediksi, dan hanya untuk menjelaskan fenomena.

4.1.4.2.2 Persamaan Regresi 2-2

Persamaan regresi 2-2 terdiri dari variable-variabel insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU), dan kinerja perusahaan (KINPER) sebagai variable independen serta nilai perusahaan (NILPER) sebagai variable dependen. Bentuk persamaannya adalah sebagai berikut :

$$NILPER = a_2 + b_{21}INMA + b_{22}CAPEX + b_{23}LEVKEU + b_{24}KINPER + e_1.$$

Pengujian regresi dilakukan dengan regresi berganda, dan menggunakan program SPSS 11. Ringkasan hasil pengujian regresi pada model 2 persamaan 2-2 dapat dilihat pada Tabel 4-24 berikut ini.

Tabel 4-24
Ringkasan Hasil Pengujian Regresi Model Empiris 2 Persamaan 2-2

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .270 | .119 | | 2.270 | .024 |
| | INMA | -.072 | .078 | -.051 | -.927 | .355 |
| | CAPEX | -.001 | .004 | -.016 | -.306 | .760 |
| | LEVKEU | 1.380 | .156 | .725 | 8.819 | .000* |
| | KINPER | 5.401 | 1.048 | .427 | 5.152 | .000* |

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .488(a) | .238 | .227 | .59217065 | 1.349 |

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 29.474 | 4 | 7.368 | 21.013 | .000(a) |
| | Residual | 94.329 | 269 | .351 | | |
| | Total | 123.803 | 273 | | | |

a Predictors: (Constant), KINPER, CAPEX, INMA, LEVKEU

b Dependent Variable: NILPER

Sumber: Data output SPSS.

R-Square : 0,238. Keterangan : * Signifikan pada *level* 1%.
F-hitung : 21,013. *Sig-F* : 0,000*

Berdasarkan pada Tabel 4-24 tersebut di atas, maka persamaan regresinya dapat ditulis: $NILPER = -0,051INMA - 0,016CAPEX + 0,725LEVKEU + 0,427KINPER$. Nilai koefisien insentif manajer (INMA) sebesar -0,051 (negatif), berarti insentif manajer berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien *capital expenditure* (CAPEX) sebesar -0,016 (negatif), berarti *capital*

expenditure berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien *leverage* keuangan (LEVKEU) sebesar 0,725 (positif), berarti *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Sedangkan nilai koefisien kinerja perusahaan (KINPER) sebesar 0,427 (positif), berarti kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (NILPER).

Insentif manajer (INMA) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). *Capital expenditure* (CAPEX) secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). *Leverage* keuangan (LEVKEU) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER) pada *level of significant* 1%. Demikian juga kinerja perusahaan (KINPER) secara statistik berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER) pada *level of significant* 1%.

Besarnya *R-square* 0,238 dan F-hitung 21,013 dengan nilai *sig-F* = 0,000 menunjukkan bahwa kemampuan variable-variabel independen yang dimasukkan dalam model mampu menjelaskan pengaruhnya 23,80 persen terhadap nilai perusahaan pada *level of significant* 1%, sedangkan 76,20 persen dijelaskan oleh variable-variabel lain di luar model. Kebijakan perusahaan; insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan serta kinerja perusahaan mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan sebesar 23,80 persen, dan sisanya sebesar 76,20 persen disebabkan oleh faktor internal yang lain.

Berdasarkan Tabel 4-24 tersebut di atas, menunjukkan bahwa model regresi memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*). Namun karena persamaan 2-2 tidak memenuhi asumsi klasik, maka tidak dapat digunakan untuk memprediksi, dan hanya untuk menjelaskan fenomena.

4.1.5 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian dilakukan untuk menguji hipotesis model 1 dan model 2 pada masing-masing persamaan. Pengujian dilakukan dengan melihat nilai t-hitung atau nilai *sig.* pada masing-masing variable independen di masing-masing persamaan.

4.1.5.1 Hasil Pengujian Hipotesis Model Empiris 1

Model empiris 1 terdiri dari 3 persamaan regresi dengan jumlah hipotesis sebanyak 15 hipotesis, yaitu hipotesis 1 sampai hipotesis 15. Pada model empiris 1 terdapat dua variable mediasi atau variable *intervening*, yaitu variable risiko sistematis (RISKSIS) yang diproksi dengan *Beta* saham (β) dan variable kinerja perusahaan yang diproksi dengan *Return on Asset (ROA)*.

Variable-variabel *intervening* tersebut akan memediasi pengaruh variable-variable independen makroekonomi, seperti; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's Q*. Variabel risiko sistematis, disamping sebagai variable *intervening* dari variable-variabel makroekonomi terhadap nilai perusahaan, juga sebagai variable *intervening* dari variable-variabel makroekonomi terhadap kinerja perusahaan. Demikian juga

variable kinerja perusahaan disamping memediasi variable-variabel makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi, maka variable ini juga memediasi variable risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

4.1.5.1.1 Uji Hipotesis 1 (H_1)

Hipotesis 1 menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi inflasi, semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* inflasi sebesar -0,167 tidak terbukti berpengaruh positif, akan tetapi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* 1% ($t_h = -6,597$; dengan nilai *sig-t* = 0,000). Oleh karena itu, inflasi berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis, semakin tinggi inflasi semakin rendah risiko sistematis.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi, yaitu bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Meskipun penelitian ini menghasilkan koefisien *beta* negatif pada *level of significant* kurang dari 1%, namun karena hipotesis kerja menyatakan pengaruh positif, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 (H_1) ditolak.

Ditemukannya hasil pengaruh inflasi yang negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis, menunjukan bukti empiris yang tidak sesuai dengan teori ekonomi. Fenomena ini memberikan pemahaman empiris bagi manajemen bahwa kenaikan

inflasi perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI selama periode 2004 sampai dengan 2006 berdampak pada penurunan risiko sistematis. Mengingat bahwa risiko sistematis merupakan volatilitas *return* saham individu terhadap *return* pasar, maka menunjukkan bahwa ketika inflasi naik, maka *return* saham turun, karena perubahan risiko searah dengan perubahan *return*. Jadi, jika inflasi naik, maka ekspektasi para pelaku bursa rendah terhadap *return* saham. Kondisi ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mode* dari inflasi yang negatif (-164,80%), dan nilai *mode* dari risiko sistematis yang positif (0,80%).

4.1.5.1.2 Uji Hipotesis 2 (H_2)

Hipotesis 2 menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi inflasi, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* inflasi sebesar -0,065 terbukti berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,919$; dengan nilai *sig-t* = 0,359). Oleh karena itu, inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori investasi, yaitu bahwa inflasi berpengaruh negative terhadap ROA. Namun pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2 (H_2) ditolak, karena secara statistik signifikan pada

level of significant 35,90%, sedangkan penelitian menggunakan *level of significant* 5%.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa meningkatnya inflasi kecil pengaruhnya terhadap penurunan kinerja perusahaan, sehingga tidak signifikan. Kondisi ini terjadi karena meskipun inflasi naik, namun sebagian besar perusahaan-perusahaan manufaktur di bursa masih memperoleh *return*. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mode* sebesar 0,23% dan *mean* 0,03629 atau 3,63%.

4.1.5.1.3 Uji Hipotesis 3 (H₃)

Hipotesis 3 menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi inflasi, semakin rendah nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* inflasi sebesar -0,094 terbukti berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori investasi, yaitu bahwa inflasi berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik inflasi berpengaruh negative dan tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -1,431$; dengan nilai *sig-t* = 0,154) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil perhitungan secara statistik tersebut di atas inflasi berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 (H₃) ditolak, karena secara

statistik signifikan pada *level of significant* 15,40%, sedangkan penelitian menggunakan *level of significant* 5%.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen bahwa kenaikan inflasi akan menurunkan harga saham, namun penurunannya tidak signifikan. Kondisi ini terjadi karena harga saham perusahaan-perusahaan yang diobservasi relatif stabil yang ditunjukkan dari besarnya nilai standar deviasi yang relatif rendah. Relatif stabilnya harga saham perusahaan-perusahaan disebabkan karena para pelaku bursa masih menaruh kepercayaan terhadap kondisi perusahaan yang mampu memperoleh *return* (rata-rata *return* sebesar 3,63%) meskipun terjadi kenaikan inflasi. Hal ini menunjukkan adanya signal *positif* yang ditangkap oleh para pelaku bursa dari *return* yang dihasilkan perusahaan.

4.1.5.1.4 Uji Hipotesis 4 (H_4)

Hipotesis 4 menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi tingkat bunga, semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* tingkat bunga sebesar 0,310 terbukti berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa tingkat bunga berpengaruh positif terhadap risiko sistematis.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* 1% ($t_h = 11,676$; dengan nilai *sig-t* = 0,000). Jadi, tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Berdasarkan hasil pengujian secara statistik

tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 4 (H_4) diterima, semakin tinggi tingkat suku bunga, semakin tinggi risiko sistematis.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika tingkat suku bunga naik, maka risiko sistematis meningkat. Mengingat bahwa risiko sistematis menggambarkan risiko saham individu, maka jika tingkat bunga naik risiko investasi pada saham dalam industri manufaktur juga naik. Kondisi ini ditunjukkan dari besarnya standar deviasi risiko sistematis pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi, yaitu sebesar 64,95%.

4.1.5.1.5 Uji Hipotesis 5 (H_5)

Hipotesis 5 menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi tingkat bunga, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* tingkat bunga sebesar 0,182 tidak terbukti berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung logika teori ekonomi, bahwa tingkat bunga berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = 2,166$ dengan nilai *sig-t* = 0,035). Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik tersebut, tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Meskipun secara statistik signifikan, namun karena arahnya berbeda, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 5 ditolak.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika tingkat suku bunga naik, maka kinerja perusahaan meningkat. Kondisi ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan cukup baik, sehingga meskipun terjadi kenaikan tingkat suku bunga, perusahaan masih bisa menghasilkan *return* dari usahanya. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mean* dari *return on asset* (ROA) sebesar 3,63% dan nilai *mode* sebesar 0,23%.

4.1.5.1.6 Uji Hipotesis 6 (H_6)

Hipotesis 6 menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh negative signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi tingkat bunga, semakin rendah nilai perusahaan. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa nilai koefisien *beta* tingkat bunga sebesar -0,076 berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa tingkat bunga berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik tingkat bunga tidak signifikan pada *level* 5% ($t_h = -0,945$; dengan nilai *sig-t* = 0,345). Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 6 (H_6) ditolak, karena secara statistik signifikan pada *level of significant* 34,50%, sedangkan penelitian menggunakan *level of significant* 5%.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman terhadap manajemen bahwa kenaikan tingkat suku bunga kecil pengaruhnya dalam menurunkan nilai perusahaan,

sehingga tidak signifikan. Para pelaku bursa tidak terpengaruh dengan naiknya tingkat suku bunga, karena kenaikan tingkat suku bunga hanya bersifat sementara. Sedangkan para pelaku bursa lebih mengutamakan *return* jangka panjang dari *dividend yield*, sehingga tidak melakukan spekulasi untuk mengejar keuntungan jangka pendek dari *capital gain*. Kondisi ini ditunjukkan dari besarnya *mean* dari *return on asset* (ROA) sebesar 3,63%, yang bisa memberikan ekspektasi *cash dividend* di masa depan.

4.1.5.1.7 Uji Hipotesis 7 (H₇)

Hipotesis 7 menyatakan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi nilai rupiah terhadap *US dollar* (kurs), semakin tinggi risiko sistematis. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kurs sebesar -0,928 tidak terbukti berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan juga tidak sesuai dengan argumentasi teori ekonomi.

Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* 1% ($t_h = -35,747$; dengan nilai *sig-t* = 0,000). Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Meskipun secara statistik signifikan pada level kurang dari 1%, namun karena arahnya berbeda, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 7 (H₇) ditolak.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen bahwa jika kurs rupiah terhadap dolar naik, maka risiko sistematis menurun.

Negatifnya pengaruh kurs terhadap risiko sistematis disebabkan karena nilai *mode* (-167,30%) dari kurs adalah negatif. Artinya bahwa dampak kenaikan inflasi terhadap perubahan harga saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI sebagian besar menurun, sehingga kenaikan inflasi menurunkan risiko sistematis.

4.1.5.1.8 Uji Hipotesis 8 (H_8)

Hipotesis 8 menyatakan bahwa kurs berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi nilai kurs, semakin rendah kinerja perusahaan, karena tingginya nilai kurs menunjukkan nilai tukar rupiah terhadap *dollar* (\$) menurun. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kurs sebesar -0,317 terbukti berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan sesuai dengan argumentasi teori ekonomi, bahwa kurs berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik kurs berpengaruh signifikan pada *level* signifikansi kurang dari 10% ($t_h = -1,881$; dengan nilai *sig-t* = 0,061). Jadi, kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level of significant* kurang dari 10%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 8 (H_8) ditolak pada *level of significant* 5%, tetapi diterima pada *level of significant* 10%.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa dengan meningkatnya nilai kurs rupiah terhadap *dollar* (\$), menyebabkan kinerja perusahaan menurun. Kondisi ini terjadi karena naiknya nilai kurs rupiah

terhadap *dollar* (\$) menyebabkan biaya operasional naik, sehingga laba menurun. Mengingat bahwa laba adalah merupakan representasi dari kinerja perusahaan, maka ketika laba perusahaan turun, kinerja perusahaan juga turun. Kondisi ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mode* 0,23% dari *return on asset* (ROA) sebagai representasi dari laba atau kinerja perusahaan yang relatif kecil.

4.1.5.1.9 Uji Hipotesis 9 (H₉)

Hipotesis 9 menyatakan bahwa kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai kurs rupiah terhadap *dollar* (\$), semakin rendah nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kurs sebesar 0,116 terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak sesuai dengan argumentasi teori ekonomi, bahwa kurs berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik kurs berpengaruh tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = 0,740$; dengan nilai $sig-t = 0,460$) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut, kurs berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 9 (H₉) ditolak. Artinya bahwa kenaikan atau perubahan kurs rupiah terhadap *dollar* (\$) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil temuan ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa para pelaku bursa tidak merespon perubahan kurs. Hal ini disebabkan karena

perubahan kurs lebih bersifat sementara, sehingga para pelaku bursa tidak tertarik untuk melakukan spekulasi mencari keuntungan jangka pendek. Para pelaku bursa mempertahankan investasinya untuk mendapatkan *return* dari dividen tunai yang masih diharapkan di masa depan. Kondisi ini ditunjukkan dari besarnya rata-rata (*mean*) dari *return on asset* (ROA) sebesar 3,63% yang merupakan representasi dari kinerja perusahaan.

4.1.5.1.10 Uji Hipotesis 10 (H_{10})

Hipotesis 10 menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin rendah risiko sistematis. Hasil pengujian regresi menunjukkan nilai koefisien *beta* pertumbuhan ekonomi sebesar 0,058 berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya, dan juga tidak sesuai dengan logika teori ekonomi.

Hasil pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan pada *level of significant* kurang dari 5% ($t_h = 2,335$; dengan nilai $sig-t = 0,020$). Jadi berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 10 (H_{10}) ditolak, karena meskipun signifikan pada level kurang dari 5%, namun dengan arah yang berbeda yaitu positif

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik, maka risiko sistematis juga naik. Hasil

analisis deskriptif menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi merupakan variabel yang paling besar variabilitasnya. Hal ini ditunjukkan dengan besarnya standar deviasi dari pertumbuhan ekonomi yang paling tinggi dibandingkan variabel-variabel lain di dalam model, yaitu sebesar 333,65%. Risiko sistematis yang diproksi dengan variabel *beta* saham menggambarkan volatilitas pergerakan *return* saham individual terhadap *return* pasar (IHSG), dan ini menggambarkan tingkat risiko saham. Besarnya standar deviasi risiko sistematis 64,95%, berarti volabilitas beta saham atau risiko sistematis juga cukup tinggi. Jadi, pengaruh positif dari pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis disebabkan karena volatilitas dari kedua variabel tersebut yang cukup tinggi.

4.1.5.1.11 Uji Hipotesis 11 (H_{11})

Hipotesis 11 menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin tinggi kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* pertumbuhan ekonomi sebesar -0,022 berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil perkiraan sebelumnya dan tidak sesuai dengan argumentasi teori ekonomi bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,335$; dengan nilai *sig-t* = 0,738) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik

pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 11 (H_{11}) ditolak.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa kenaikan pertumbuhan ekonomi cenderung menurunkan kinerja perusahaan, meskipun penurunan tersebut secara statistik tidak signifikan. Kondisi ini disebabkan karena pertumbuhan ekonomi merupakan harapan masa depan, sehingga dalam jangka pendek tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Manajemen pada umumnya melihat pertumbuhan ekonomi sebagai prospek jangka panjang, sehingga dampak yang ditimbulkan dari pertumbuhan ekonomi baru dapat dirasakan pada masa depan.

4.1.5.1.12 Uji Hipotesis 12 (H_{12})

Hipotesis 12 menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi pertumbuhan ekonomi, semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* pertumbuhan ekonomi sebesar -0,058 berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil perkiraan sebelumnya dan tidak sesuai dengan argumentasi teori ekonomi bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh negative dan tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,965$; dengan nilai *sig-t* = 0,336) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik

pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 12 (H_{12}) ditolak.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa kenaikan GDP atau pertumbuhan ekonomi cenderung menurunkan nilai perusahaan, meskipun penurunan tersebut secara statistik tidak signifikan. Kondisi ini menggambarkan kurang diperhatikannya faktor ini oleh para pelaku bursa, karena pertumbuhan ekonomi lebih menggambarkan ekspektasi *return* masa depan. Oleh karena itu dalam jangka pendek pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

4.1.5.1.13 Uji Hipotesis 13 (H_{13})

Hipotesis 13 menyatakan bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi risiko sistematis, semakin rendah kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* risiko sistematis sebesar -0,387 terbukti berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan sesuai dengan argumentasi teori ekonomi, bahwa risiko sistematis berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik risiko sistematis berpengaruh negative dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 5% ($t_h = -2,322$; dengan nilai *sig-t* = 0,021) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik tersebut di atas, risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja

perusahaan. Sehingga disimpulkan bahwa hipotesis 13 (H_{13}) diterima, semakin tinggi risiko sistematis, semakin rendah kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika risiko sistematis naik, maka kinerja perusahaan menurun. Kondisi ini menggambarkan bahwa kinerja perusahaan (ROA) sebagai hasil implementasi dari kebijakan perusahaan besar kecilnya dipengaruhi oleh volatilitas kondisi pasar. Kondisi pasar yang relatif stabil akan membuat kinerja perusahaan meningkat, karena manajemen dapat menjalankan kebijakan yang telah ditetapkan dengan baik. Namun jika kondisi pasar tidak stabil dan cepat berubah, maka dapat menurunkan kinerja perusahaan, karena manajemen tidak dapat menjalankan kebijakannya dengan baik.

Kondisi pasar yang tidak stabil dan cepat berubah akan mengakibatkan risiko pasar meningkat, karenanya kegiatan perusahaan menurun, sehingga menurunkan pendapatan perusahaan. Menurunnya pendapatan perusahaan dapat berakibat pada penurunan laba perusahaan. Padahal indikator dari kinerja perusahaan ditunjukan dari besarnya laba yang dihasilkan perusahaan. Oleh karena itu, dengan meningkatnya risiko pasar atau risiko sistematis akan menurunkan kinerja perusahaan.

4.1.5.1.14 Uji Hipotesis 14 (H_{14})

Hipotesis 14 menyatakan bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi risiko sistematis, semakin

rendah nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* risiko sistematis sebesar 0,049 berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak sesuai dengan teori ekonomi, bahwa risiko sistematis berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik risiko sistematis berpengaruh positif dan tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = 0,312$; dengan nilai *sig-t* = 0,755) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan pengujian secara statistik seperti tersebut di atas, risiko sistematis berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 14 (H_{14}) ditolak.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa nilai perusahaan cenderung meningkat jika risiko sistematis naik, meskipun secara statistik peningkatan tersebut tidak signifikan. Kondisi ini menggambarkan bahwa harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan, perubahannya tidak dipengaruhi oleh risiko sistematis.

4.1.5.1.15 Uji Hipotesis 15 (H_{15})

Hipotesis 15 menyatakan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi kinerja perusahaan, semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kinerja perusahaan sebesar 0,396 terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya serta sesuai dan mendukung *signaling theory*.

Hasil pengujian secara statistik kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = 6,649$; dengan nilai $sig-t = 0,000$) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil perhitungan secara statistik tersebut di atas, kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 15 (H_{15}) diterima.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empiris bagi manajemen bahwa jika kinerja perusahaan naik, maka nilai perusahaan juga naik. Kondisi ini menunjukkan bahwa naiknya kinerja perusahaan ditangkap langsung sebagai *signal* positif bagi para pelaku bursa, sehingga harga saham naik. Kenaikan kinerja perusahaan menunjukkan keberhasilan perusahaan mengimplementasikan kebijakannya. Keberhasilan ini mendorong harga saham perusahaan naik, karena para pelaku bursa berkeyakinan akan mendapatkan *return* yang tinggi dari investasinya.

4.1.5.2 Hasil Pengujian Hipotesis Model Empiris 2

Model empiris 2 terdiri dari persamaan regresi dengan jumlah hipotesis sebanyak 7 hipotesis, yaitu hipotesis 16 sampai hipotesis 22. Pada model empiris 2 terdapat satu variable *intervening*, yaitu variable kinerja perusahaan (KINPER) yang diproksi dengan *Return on Asset (ROA)*. Variable kinerja perusahaan akan memediasi hubungan variable-variabel independen kebijakan perusahaan, seperti; insentif manajer (INMA), *capital expenditure (CAPEX)*, dan *leverage* keuangan (LEVKEU) terhadap nilai perusahaan (NILPER) yang diproksi dengan *Tobin's Q*.

4.1.5.2.1 Uji Hipotesis 16 (H_{16})

Hipotesis 16 menyatakan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi *leverage* keuangan, semakin tinggi kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta leverage* keuangan sebesar -0,755 berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan *trade off theory* atau *balancing theory*, bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik, *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = -19,335$; dengan nilai $sig-t = 0,000$) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 16 (H_{16}) ditolak, karena arahnya berbeda, yaitu negatif.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika *leverage* keuangan naik, maka kinerja perusahaan turun. Temuan penelitian ini adalah bahwa penggunaan hutang bagi perusahaan berdampak pada penurunan ROA. Kondisi ini disebabkan karena penggunaan hutang belum maksimal sehingga menghasilkan *rate of return* yang lebih rendah dari biaya bunganya. Rata-rata *return (ROA)* yang dihasilkan 2,75% masih lebih rendah dari biaya bunga, yaitu sebesar 6,88%.

4.1.5.2.2 Uji Hipotesis 17 (H_{17})

Hipotesis 17 menyatakan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi *leverage* keuangan, semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta leverage* keuangan sebesar 0,725 terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan sesuai *trade-off theory*, bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = 8,819$; dengan nilai *sig-t* = 0,000) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 17 (H_{17}) diterima.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika *leverage* keuangan naik, maka nilai perusahaan juga naik. Kondisi ini menggambarkan bahwa penggunaan hutang oleh perusahaan berdampak pada kenaikan harga saham, sehingga nilai perusahaan naik. Para pelaku bursa menangkap *signal* positif secara langsung (*direct signaling effect*) atas penggunaan hutang oleh perusahaan. Akan tetapi pengaruh ini tidak linier, sesuai dengan *trade-off theory*, penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan setelah melewati titik optimalnya. Penggunaan hutang oleh perusahaan akan meningkatkan risiko

keuangan, jadi manajemen harus mengeliminir risiko ini dengan kinerja yang lebih baik, yaitu dengan meningkatkan pendapatan perusahaan.

4.1.5.2.3 Uji Hipotesis 18 (H_{18})

Hipotesis 18 menyatakan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi *capital expenditure*, semakin tinggi kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta capital expenditure* sebesar -0,008 berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori investasi bahwa, *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik *capital expenditure* berpengaruh negative dan tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,209$; dengan nilai *sig-t* = 0,835) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas *capital expenditure* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga disimpulkan bahwa hipotesis 18 (H_{18}) ditolak.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa *capital expenditur* cenderung berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, meskipun pengaruhnya secara statistik tidak signifikan. Hal ini menggambarkan bahwa meningkatnya biaya modal (*capital expenditure*) tidak berdampak pada peningkatan ROA. Kondisi ini dapat terjadi karena manajemen belum dapat memaksimalkan penggunaan aktiva tetap yang dibelanjainya, karena *capital expenditure* merupakan kebijakan jangka panjang, sehingga pendapatan

investasi dari aktiva tetap yang dibelanjainya merupakan *future income* atau pendapatan masa depan.

4.1.5.2.4 Uji Hipotesis 19 (H_{19})

Hipotesis 19 menyatakan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi *capital expenditure*, semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta capital expenditure* sebesar -0,016 berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori investasi, bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik *capital expenditure* berpengaruh negative dan tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,306$; dengan nilai *sig-t* = 0,760) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, *capital expenditure* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 19 (H_{19}) ditolak.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa nilai perusahaan cenderung turun jika *capital expenditure* naik, meskipun penurunan tersebut tidak signifikan. Kondisi ini menggambarkan bahwa implementasi kebijakan investasi tidak ditangkap sebagai *signal* yang positif bagi para pelaku bursa. *Capital expenditure* merupakan kebijakan jangka panjang, sehingga para pelaku bursa masih harus membuktikan dulu dampak dari kebijakan

ini, sehingga kebijakan investasi yang diambilnya tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

4.1.5.2.5 Uji Hipotesis 20 (H_{20})

Hipotesis 20 menyatakan bahwa insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Semakin tinggi insentif manajer, semakin tinggi kinerja perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* insentif manajer sebesar 0,160 terbukti berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori agensi bahwa insentif manajer berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = 4,074$; dengan nilai *sig-t* = 0,000) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil perhitungan secara statistik tersebut di atas insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 20 (H_{20}) diterima.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa jika insentif manajer naik, maka kinerja perusahaan juga naik. Kondisi ini menggambarkan bahwa kebijakan dividen melalui pemberian bonus saham (*stock bonus*) sebagai bagian dari insentif kepada manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan direspon positif oleh manajemen. Pemberian bonus saham kepada manajer ternyata cukup efektif dalam memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, kebijakan pemberian insentif berupa bonus

saham dapat digunakan untuk mengendalikan manajer dari perilaku oportunistik yang melekat dalam diri manajer.

4.1.5.2.6 Uji Hipotesis 21 (H_{21})

Hipotesis 21 menyatakan bahwa insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi insentif manajer, semakin nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* insentif manajer sebesar -0,051 berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori agensi bahwa insentif manajer berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,927$; dengan nilai *sig-t* = 0,355). Oleh karena itu, insentif manajer berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 21 (H_{21}) ditolak.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajemen bahwa nilai perusahaan cenderung turun jika insentif manajer naik, meskipun penurunan tersebut tidak signifikan. Kondisi ini menggambarkan bahwa tidak ada respon dari para pelaku bursa terhadap kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer. Para pelaku bursa lebih memperhatikan pencapaian *return (ROA)* daripada kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer. Hal ini disebabkan karena kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer merupakan persoalan internal perusahaan, sehingga pengaruhnya tidak langsung. Para pelaku bursa akan melihat

dampak dari kebijakan tersebut terhadap *return (ROA)*, karena *return (ROA)* yang dihasilkan mencerminkan peluang adanya aliran kas yang diharapkan untuk mendapatkan *dividend yield* dari investasinya. Oleh karena itu, pengaruh insentif manajer merupakan *signal* tidak langsung (indirect signaling effect) terhadap nilai perusahaan.

4.1.5.2.7 Uji Hipotesis 22 (H_{22})

Hipotesis 22 menyatakan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, hipotesis 22 ini sama dengan hipotesis 15 pada model 1 persamaan 1-3. Semakin tinggi kinerja perusahaan, semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien *beta* kinerja perusahaan sebesar 0,427 terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori pengsignalan (*signaling theory*), bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = 5,152$; dengan nilai $\text{sig-}t = 0,000$) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 22 (H_{22}) diterima.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik bagi manajer bahwa jika kinerja perusahaan naik, maka nilai perusahaan juga naik. Kondisi ini menggambarkan bahwa meningkatnya *return (ROA)* sebagai ukuran dari kinerja

perusahaan direspon sebagai *signal* positif (*direct signaling effect*) oleh para pelaku bursa. Respon ini ditunjukkan dengan meningkatnya harga saham di bursa, sehingga nilai perusahaan meningkat.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis secara statistik seperti yang telah dijelaskan di atas, maka secara ringkas kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis tersebut dapat dilihat pada Tabel 4-25 berikut ini.

Tabel 4-25
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

| No | Hipotesis | Kesimpulan | Justifikasi |
|----|----------------|------------|---|
| 1 | H ₁ | Ditolak | Meskipun inflasi berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 1 persen, namun pengaruh tersebut berlawanan arah. |
| 2 | H ₂ | Ditolak | Inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. |
| 3 | H ₃ | Ditolak | Inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. |
| 4 | H ₄ | Diterima | Tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 1 persen. |
| 5 | H ₅ | Ditolak | Meskipun tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 5 persen, namun pengaruh tersebut berlawanan arah. |
| 6 | H ₆ | Ditolak | Tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. |
| 7 | H ₇ | Ditolak | Meskipun kurs berpengaruh signifikan |

| | | | |
|----|-----------------|----------|--|
| | | | terhadap risiko sistematis pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 1 persen, namun pengaruh tersebut berlawanan arah. |
| 8 | H ₈ | Diterima | Kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 10 persen. |
| 9 | H ₉ | Ditolak | Kurs berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. |
| 10 | H ₁₀ | Ditolak | Meskipun pertumbuhan ekonomi berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 5 persen, namun pengaruh tersebut berlawanan arah. |
| 11 | H ₁₁ | Ditolak | Pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. |
| 12 | H ₁₂ | Ditolak | Pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. |
| 13 | H ₁₃ | Diterima | Risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 5 persen. |
| 14 | H ₁₄ | Ditolak | Risiko sistematis berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. |
| 15 | H ₁₅ | Diterima | Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 1 persen. |
| 16 | H ₁₆ | Ditolak | Meskipun <i>leverage</i> keuangan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 1 persen, namun pengaruh tersebut berlawanan arah. |
| 17 | H ₁₇ | Diterima | <i>Leverage</i> keuangan berpengaruh positif dan |

| | | | |
|----|-----------------|----------|--|
| | | | signifikan terhadap nilai perusahaan pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 1 persen. |
| 18 | H ₁₈ | Ditolak | <i>Capital expenditure</i> berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. |
| 19 | H ₁₉ | Ditolak | <i>Capital expenditure</i> berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. |
| 20 | H ₂₀ | Diterima | Insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 1 persen. |
| 21 | H ₂₁ | Ditolak | Insentif manajer berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. |
| 22 | H ₂₂ | Diterima | Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada <i>level signifikansi</i> kurang dari 1 persen. |

Sumber: Ringkasan hasil pengolahan data untuk disertasi ini.

4.1.6 Pengujian Mediasi

Pengujian mediasi dilakukan untuk menguji apakah sebuah variable berperan sebagai variable antara atau mediating yang berfungsi memediasi hubungan antara variable independent dengan variable dependen (Imam, 2002). Untuk menguji pengaruh variable mediasi (*intervening*) digunakan analisis jalur atau yang dikenal dengan *path analysis*. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi berganda untuk menaksir hubungan kausalitas antar variable (model *casual*) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori (Imam, 2002).

Pengujian mediasi dilakukan pada model empirik 1 dan model empirik 2, dimana pada model empirik 1 ada dua variabel mediasi, yaitu risiko sistematis dan

kinerja perusahaan, sedangkan pada model empirik 2 hanya ada satu variable mediasi, yaitu kinerja perusahaan. Hasil pengujian ini akan menunjukkan apakah variable-variabel independen dalam model berpengaruh langsung atau berpengaruh tidak langsung terhadap variable dependen.

Besarnya pengaruh masing-masing variable independen terhadap variable dependen ditunjukkan oleh nilai p yang menggambarkan jalur dan koefisien jalur. Koefisien jalur dihitung berdasarkan persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang dihipotesiskan. Pada model empirik 1 terdapat tiga persamaan regresi sedangkan pada model empirik 2 ada dua persamaan regresi.

4.1.6.1 Pengujian Mediasi Model Empirik 1

Model empirik 1 terdiri dari tiga persamaan regresi yang dihipotesiskan, masing-masing sebagai berikut :

$$\text{Persamaan 1-1: } \text{RISKSIS} = b_{11}\text{INF} + b_{12}\text{INT} + b_{13} \text{ KURS} + b_{14}\text{PERKON}$$

$$\text{Persamaan 1-2: } \text{KINPER} = b_{21}\text{INF} + b_{22}\text{INT} + b_{23} \text{ KURS} + b_{24}\text{PERKON} + b_{25} \text{ RISKSIS}$$

$$\text{Persamaan 1-3: } \text{NILPER} = b_{31}\text{INF} + b_{32}\text{INT} + b_{33} \text{ KURS} + b_{34}\text{PERKON} + b_{35} \text{ RISKSIS} + b_{36}\text{KINPER}$$

dimana :

RISKSIS = Risiko Sistematis.

INF = Inflasi.

INT = Tingkat Bunga.

KURS = Kurs Spot Rupiah terhadap US \$.

PERKON = Pertumbuhan Ekonomi.

KINPER = Kinerja Perusahaan.

NILPER = Nilai Perusahaan.

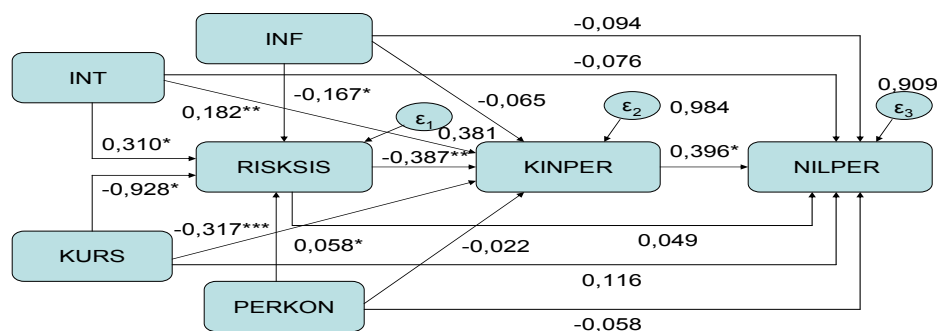
Persamaan 1-1 terdiri dari empat variable independen, yaitu: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan satu variable dependen, yaitu risiko sistematis (RISKSIS). Hasil perhitungan analisis regresi persamaan 1-1 adalah: $RISKSIS = -0,167INF + 0,310INT - 0,928KURS + 0,058PERKON$. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa inflasi (INF) dan kurs (KURS) berpengaruh negative terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Sedangkan tingkat bunga (INT) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (RISKSIS).

Persamaan 1-2 terdiri dari lima variable independen, yaitu: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON) dan risiko sistematis (RISKIS), dan satu variable dependen, yaitu kinerja perusahaan (KINPER). Hasil perhitungan analisis regresi persamaan 1-2 adalah: $KINPER = -0,065INF + 0,182INT - 0,317KURS - 0,022PERKON - 0,387RISKSIS$. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa inflasi (INF), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), dan risiko sistematis (RISKSIS) berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan tingkat bunga (INT) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Persamaan 1-3 terdiri dari enam variable independen, yaitu: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), pertumbuhan ekonomi (PERKON), risiko sistematis (RISKIS) dan kinerja perusahaan (KINPER), dan satu variable dependen, yaitu nilai perusahaan (NILPER). Hasil perhitungan analisis regresi persamaan 1-3 adalah: $NILPER = -0,094INF - 0,076INT + 0,116KURS - 0,058PERKON + 0,049RISKIS + 0,396KINPER$. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa inflasi (INF), tingkat bunga (INT) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan (NILPER). Sedangkan kurs (KURS) dan risiko sistematis (RISKIS) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (NILPER).

Jika hasil analisis regresi pada persamaan 1-1, persamaan 1-2, dan persamaan 1-3 dimasukkan dalam model empirik 1, maka akan diperoleh hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-10 berikut ini.

Gambar 4-10
Analisis Jalur Model Empiris 1



Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Berdasarkan hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-10 tersebut di atas, maka dapat dianalisis apakah variabel risiko sistematis (RISKSIS) dan variable kinerja perusahaan (KINPER) merupakan variable *intervening* (mediasi) atau bukan. Analisis jalur (*path analysis*) dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Dilakukan dengan melihat nilai signifikansi (*sig-t*) dan penerimaan hipotesis dari masing-masing variabel INF, INT, KURS dan PERKON terhadap RISKSIS serta nilai signifikansi *t* (*sig-t*) dan pengujian hipotesis RISKSIS terhadap KINPER.
2. Jika nilai hasil uji statistik signifikan dan hipotesis diterima dari masing-masing variabel INF, INT, KURS dan PERKON terhadap RISKSIS, dan variabel RISKSIS terhadap KINPER, maka variabel RISKSIS merupakan variabel mediasi.
3. Terhadap variabel mediasi, jika hasil perkalian dari nilai koefisien *beta* dari masing-masing variabel INF, INT, KURS dan PERKON terhadap RISKSIS, dengan nilai koefisien *beta* RISKSIS terhadap KINPER lebih besar dari nilai koefisien *beta* RISKSIS terhadap KINPER, maka variabel RISKSIS merupakan variabel mediasi dengan pengaruh tidak langsung lebih efisien dari pengaruh langsung. Demikian terjadi sebaliknya, jika pengaruh langsungnya lebih besar dari pengaruh tidak langsung, maka pengaruh langsung lebih efisien dari pengaruh tidak langsung.

Hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-10 tersebut di atas dapat diinterpretasikan seperti dalam Tabel 4-26 berikut ini.

Tabel 4-26
Interpretasi Analisis Jalur Model Empiris 1

| Variabel | Keterangan | Risiko Sistematis (RISKSIS) | Kinerja Perusahaan (KINPER) | Nilai Perusahaan (NILPER) |
|------------------------------|--|------------------------------------|--|----------------------------------|
| Inflasi (INF) | Berpengaruh signifikan thd RISKSIS. Berpengaruh tdk signifikan thd KINPER dan NILPER. | Pengaruh langsung | Pengaruh tidak langsung | Pengaruh tidak langsung |
| Tingkat Bunga (INT) | Berpengaruh signifikan thd RISKSIS dan KINPER. Berpengaruh tdk signifikan thd NILPER. | Pengaruh langsung | Pengaruh langsung *) dan tidak langsung | Pengaruh tidak langsung |
| Kurs (KURS) | Berpengaruh signifikan thd RISKSIS dan KINPER. Berpengaruh tdk signifikan thd NILPER. | Pengaruh langsung | Pengaruh langsung dan tidak langsung **) | Pengaruh tidak langsung |
| Pertumbuhan Ekonomi (PERKON) | Berpengaruh signifikan thd RISKSIS. Berpengaruh tdk signifikan thd KINPER dan NILPER. | Pengaruh langsung | Pengaruh tidak langsung | Pengaruh tidak langsung |
| Risiko Sistematis (RISKSIS) | Berpengaruh signifikan thd KINPER. Berpengaruh tdk signifikan thd NILPER. | - | Pengaruh langsung | Pengaruh tidak langsung |
| Kinerja perusahaan (KINPER) | Berpengaruh signifikan thd NILPER | - | - | Pengaruh langsung |

Sumber: Ringkasan hasil pengolahan data untuk disertasi ini.

Hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-10 dan interpretasinya pada Tabel 4-26 tersebut di atas dapat dijelaskan dalam dua tahap, yaitu:

Pertama, analisis jalur untuk persamaan 1-1 dan 1-2 menunjukkan bahwa inflasi (INF), tingkat bunga (INT) dapat berpengaruh langsung dan dapat berpengaruh tidak langsung ke kinerja perusahaan (KINPER). Kurs (KURS) berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level of significant* kurang dari 10% ($\text{sig-}t = 0,061$), sehingga pada *level of significant* kurang dari 10% kurs dapat berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Sedangkan inflasi (INF) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) berpengaruh tidak langsung terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Kedua, analisis jalur (*path analysis*) untuk persamaan 1-1, 1-2 dan 1-3 menunjukkan bahwa inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON), serta risiko sistematis (RISKSIS) tidak ada yang signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER), sedangkan kinerja perusahaan (KINPER) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Sehingga semua variable fundamental makroekonomi: inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS) dan pertumbuhan ekonomi (PERKON), serta risiko sistematis (RISKSIS) berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan (NILPER).

Penjelasan Analisis Mediasi:

1. Inflasi > Risiko Sistematis > Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, inflasi berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan. Disisi lain, inflasi secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa inflasi berpengaruh terhadap risiko sistematis, dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan secara teoritis pengaruh inflasi terhadap risiko sistematis adalah positif. Oleh karena itu, risiko sistematis secara statistik *memediasi*, tetapi secara teoritis *tidak memediasi* inflasi dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

2. Tingkat Bunga > Risiko Sistematis > Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan. Disisi lain, tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 5% terhadap kinerja perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis, dan pengaruh tersebut adalah positif, sedangkan secara teoritis pengaruh tingkat bunga terhadap risiko sistematis juga

positif. Oleh karena itu, resiko sistematis baik secara statistik maupun secara teoritis *memediasi* tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

3. Kurs > Risiko Sistematis > Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, kurs berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan. Disisi lain, kurs berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 10%, sehingga sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa kurs berpengaruh terhadap risiko sistematis, dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan secara teoritis pengaruh kurs terhadap risiko sistematis adalah positif. Oleh karena itu, resiko sistematis secara statistik *memediasi*, tetapi secara teoritis *tidak memediasi* kurs dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

4. Pertumbuhan Ekonomi > Risiko Sistematis > Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 5% terhadap risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan. Disisi lain, pertumbuhan ekonomi secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi kinerja perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap risiko sistematis, dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan secara teoritis pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis adalah positif. Oleh karena itu, risiko sistematis secara statistik *memediasi*, tetapi secara teoritis *tidak memediasi* pertumbuhan ekonomi dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

5. Inflasi > Risiko Sistematis > Nilai perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, inflasi berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, inflasi secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa inflasi berpengaruh terhadap risiko sistematis, dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan secara teoritis pengaruh inflasi terhadap risiko sistematis adalah positif. Oleh karena itu, risiko sistematis secara statistik maupun secara teoritis *tidak memediasi* inflasi dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

6. Tingkat Bunga > Risiko Sistematis > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Disisi lain,

tingkat bunga secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis, dan pengaruh tersebut adalah positif, sedangkan secara teoritis pengaruh tingkat bunga terhadap risiko sistematis juga positif. Oleh karena itu, risiko sistematis baik secara statistik maupun secara teoritis *tidak memediasi* tingkat bunga dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

7. Kurs > Risiko Sistematis > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, kurs berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, kurs secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa kurs berpengaruh terhadap risiko sistematis, dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan secara teoritis pengaruh kurs terhadap risiko sistematis adalah positif. Oleh karena itu, risiko sistematis baik secara statistik maupun secara teoritis *tidak memediasi* kurs dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

8. Pertumbuhan Ekonomi > Risiko Sistematis > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 5% terhadap risiko sistematis, sedangkan risiko sistematis

berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, pertumbuhan ekonomi secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap risiko sistematis, dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan secara teoritis pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis adalah positif. sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi. Oleh karena itu, resiko sistematis baik secara statistik maupun secara teoritis *tidak memediasi* pertumbuhan ekonomi dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

9. Inflasi > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, inflasi juga secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi. Jadi, baik secara statistik maupun secara teoritis kinerja perusahaan *tidak memediasi* inflasi dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

10. Tingkat Bunga > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 5% terhadap kinerja perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan.

Disisi lain, tingkat bunga juga secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa tingkat bunga berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan pengaruh tersebut adalah positif, sedangkan secara teoritis pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan adalah negatif. Oleh karena itu, kinerja perusahaan secara statistik *memediasi*, tetapi secara teoritis *tidak memediasi* tingkat bunga dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

11. Kurs > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik kurs berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 10% terhadap kinerja perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, kurs juga secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa kurs berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan secara teoritis pengaruh kurs terhadap kinerja perusahaan juga negatif. Oleh karena itu, kinerja perusahaan baik secara statistik maupun secara teoritis *memediasi* kurs dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

12. Pertumbuhan Ekonomi > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, pertumbuhan ekonomi juga secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi. Oleh karena itu, kinerja perusahaan baik secara statistik maupun secara teoritis *tidak memediasi* pertumbuhan ekonomi dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

13. Risiko Sistematis > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 5% terhadap kinerja perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan. Disisi lain, risiko sistematis secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi.

Jadi, secara statistik benar bahwa risiko sistematis berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan secara teoritis pengaruh risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan juga negatif. Oleh karena itu, kinerja perusahaan baik secara statistik maupun secara teoritis *memediasi* risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengujian Efek Mediasi.

Pengujian efek mediasi dilakukan terhadap variabel mediasi, sedangkan untuk variabel yang bukan variabel mediasi tidak dilakukan pengujian efek mediasinya. Berdasarkan penjelasan mediasi tersebut di atas, maka besarnya efek mediasi dapat dihitung sebagai berikut:

1. Risiko Sistematis.

Risiko sistematis merupakan variabel mediasi dari tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Secara statistik besarnya pengaruh tidak langsung tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah $0,310 \times (0,387) = (0,11997)$. Besarnya pengaruh langsung tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) 0,182. Besarnya koefisien pengaruh tidak langsung (0,11997) atau (0,120) lebih kecil dari koefisien pengaruh langsung 0,182. Jadi, secara statistik dapat disimpulkan bahwa pengaruh yang sebenarnya tingkat bunga (INT) terhadap kinerja perusahaan (KINPER) adalah pengaruh langsung, karena pengaruh langsung lebih efektif daripada melalui risiko sistematis (RISKSIS).

Berdasarkan hasil perhitungan secara statistik benar bahwa tingkat bunga lebih efektif berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. Akan tetapi dari pengujian hipotesis pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan adalah ditolak karena berpengaruh positif, sedangkan secara teoritis berpengaruh negatif. Oleh karena itu, maka pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan dapat

berpengaruh langsung dan berpengaruh tidak langsung (*indirect effect*), yaitu dimediasi oleh risiko sistematis. Jadi, ada *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) dari tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan. *Signal* perubahan (kenaikan atau penurunan) tingkat bunga ini akan ditangkap oleh para pelaku bursa, sehingga terjadi fluktuasi portofolio investasi. Jika tingkat suku bunga naik, maka fluktuasi portofolio investasi meningkat, dan jika tingkat suku bunga turun, maka fluktuasi portofolio investasi menurun.

Meningkatnya risiko sistematis mengakibatkan *return on Asset (ROA)* sebagai indikator dari kinerja perusahaan menurun. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mode return on asset (ROA)* perusahaan manufaktur di BEI sebesar 0,23% lebih rendah dari nilai *mode* dari risiko sistematis sebesar 0,80%. Nilai *mode return on asset (ROA)* ini lebih kecil dari nilai *mean* atau nilai rata-rata industri dari *return on asset (ROA)* sebesar 3,63%.

2. Kinerja Perusahaan.

Kinerja perusahaan merupakan variabel mediasi dari kurs dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Demikian juga terhadap risiko sistematis, kinerja perusahaan juga merupakan variabel mediasi dari risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Perhitungan terhadap efek mediasi tidak perlu dilakukan, karena baik secara statistik maupun secara teoritis kurs dan risiko sistematis tidak ada berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Perubahan kurs menunjukkan adanya *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) terhadap nilai perusahaan. *Signal* ini ditangkap oleh para pelaku bursa melalui kinerja perusahaan, sehingga meskipun terjadi fluktuasi portofolio investasi, namun jika masih ada harapan untuk mendapatkan *return* dari investasinya, maka nilai perusahaan akan meningkat. Demikian juga kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi dari risiko sistematis menunjukkan adanya *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) antara risiko sistematis dengan nilai perusahaan. *Signal* ini ditangkap oleh para pelaku bursa melalui kinerja perusahaan, sehingga meskipun terjadi fluktuasi portofolio investasi, namun jika masih ada harapan untuk mendapatkan *return* dari investasinya, maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Kondisi ini ditunjukkan dari nilai *mean* dari nilai perusahaan sebesar 132,10%, dan nilai *mean* dari nilai perusahaan lebih besar dari nilai *mean return on asset* sebesar sebesar 3,63%.

Meskipun yang berpengaruh signifikan secara statistik dan sesuai dengan teori ekonomi (teoritis) hanya tingkat bunga terhadap risiko sistematis, namun hasil perhitungan secara statistik semua variabel makroekonomi berpengaruh signifikan kurang dari 5% terhadap risiko sistematis. Demikian juga terhadap kinerja perusahaan, hasil perhitungan secara statistik yang signifikan dan sesuai dengan teori ekonomi hanya kurs, sedangkan tingkat bunga signifikan kurang dari 5% tetapi tidak sesuai dengan teori ekonomi.

Berdasarkan hasil perhitungan secara statistik tersebut di atas, maka secara statistik pengaruh variable fundamental makroekonomi; inflasi (INF), tingkat bunga (INT), kurs (KURS), dan pertumbuhan ekonomi (PERKON) tersebut terhadap nilai perusahaan (NILPER) melalui suatu proses berjenjang, yaitu melalui risiko sistematis (RISKSIS) dan kinerja perusahaan (KINPER). Peran risiko sistematis sebagai variabel mediasi hanya pada tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan, sedangkan peran kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi terjadi pada kurs dan risiko sistematis terhadap nilai perusahaan.

4.1.6.2 Pengujian Mediasi Model Empirik 2

Model empirik 2 terdiri dari dua persamaan regresi yang dihipotesiskan, masing-masing sebagai berikut:

$$\text{Persamaan 2-1 : } KINPER = b_{1-1}INMA + b_{1-2}CAPEX + b_{1-3}LEVKEU$$

$$\text{Persamaan 2-2 : } NILPER = b_{2-1}INMA + b_{2-2}CAPEX + b_{2-3}LEVKEU + b_{2-4}KINPER$$

dimana:

KINPER : Nilai Perusahaan.

INMA : Insentif Manajer.

CAPEX : *Capital Expenditure*.

LEVKEU : *Leverage* Keuangan.

NILPER : Nilai Perusahaan.

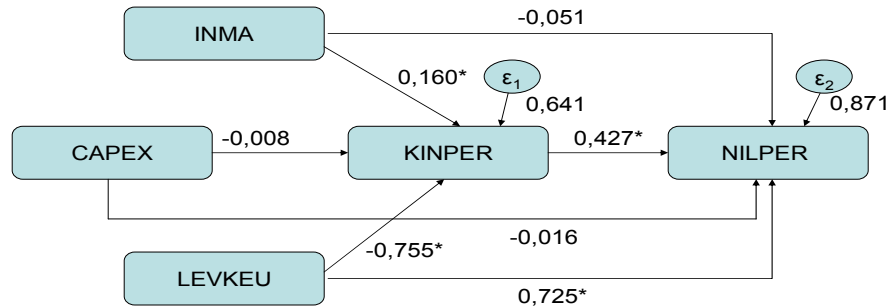
Persamaan 2-1 terdiri dari tiga variable independen, yaitu: INMA, CAPEX, dan LEVKEU, dan satu variable dependen, yaitu KINPER. Hasil perhitungan analisis

regresi persamaan 2-1 adalah: $KINPER = 0,160INMA - 0,008CAPEX - 0,755LEVKEU$. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa *capital expenditure* (*CAPEX*) dan *leverage* keuangan (*LEVKEU*) berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan (*KINPER*). Sedangkan insentif manajer (*INMA*) berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (*KINPER*).

Persamaan 2-2 terdiri dari empat variable independen, yaitu: insentif manajer (*INMA*), *capital expenditure* (*CAPEX*) dan *leverage* keuangan (*LEVKEU*), dan satu variable dependen, yaitu kinerja perusahaan (*KINPER*). Hasil perhitungan analisis regresi persamaan 2-2 adalah: $NILPER = - 0,051INMA - 0,016CAPEX + 0,725LEVKEU + 0,427KINPER$. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut dapat disimpulkan bahwa insentif manajer (*INMA*) dan *capital expenditure* (*CAPEX*) berpengaruh negative nilai kinerja perusahaan (*NILPER*). Sedangkan *leverage* keuangan (*LEVKEU*) dan kinerja perusahaan (*KINPER*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*NILPER*).

Jika hasil analisis regresi pada persamaan 2-1 dan persamaan 2-2 dimasukan dalam model empirik 2, maka akan diperoleh hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-11 berikut ini.

Gambar 4-11
Analisis Jalur Model Empirik 2



Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-11 tersebut di atas dapat diinterpretasikan seperti dalam Tabel 4-27 berikut ini.

Tabel 4-27
Interpretasi Analisis Path Model Empiris 2

| Variabel | Keterangan | Kinerja Perusahaan (KINPER) | Nilai Perusahaan (NILPER) |
|------------------------------------|--|-----------------------------|--------------------------------|
| Insentif Manajer (INMA) | Berpengaruh signifikan terhadap KINPER. Berpengaruh tidak signifikan terhadap NILPER. | Pengaruh langsung | Pengaruh tidak langsung |
| <i>Capital Expenditure</i> (CAPEX) | Berpengaruh tidak signifikan terhadap KINPER dan NILPER. | Tidak berpengaruh | Tidak berpengaruh |
| <i>Leverage Keuangan</i> (LEVKEU) | Berpengaruh signifikan terhadap KINPER dan NILPER. | Pengaruh langsung | Pengaruh langsung *) dan tidak |

| | | | |
|-----------------------------|---|---|-----------------------------------|
| Kinerja Perusahaan (KINPER) | Berpengaruh signifikan terhadap NILPER. | - | langsung Pengaruh langsung |
|-----------------------------|---|---|-----------------------------------|

Sumber: Hasil ringkasan pengolahan data untuk disertasi ini.

Berdasarkan hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 4-11 interpretasinya pada Tabel 4-27 tersebut di atas, maka dapat dianalisis peran dari variabel kinerja perusahaan (KINPER) dalam mempengaruhi hubungan antara kebijakan perusahaan (INMA, *CAPEX*, dan LEVKEU) dengan nilai perusahaan (NILPER). Seperti pada analisis jalur (*path analysis*) sebelumnya pada model empiris 1, maka analisis jalur (*path analysis*) pada model empiris 2 juga dilakukan dengan cara yang sama.

Hasil analisis jalur (*path analysis*) pada Gambar 4-11 di atas, menunjukkan bahwa *leverage* keuangan (LEVKEU) dapat berpengaruh tidak langsung dan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan (NILPER). Sedangkan insentif manajer (INMA) dan *capital expenditure* (*CAPEX*) berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan (NILPER).

Penjelasan Analisis Mediasi:

1. Insentif Manajer > Kinerja Perusahaan . Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan.

Sedangkan insentif manajer secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori agensi.

Jadi, secara statistik benar bahwa insentif manajer berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan pengaruh tersebut adalah positif, secara teoritis pengaruh insentif manajer terhadap kinerja perusahaan juga positif. Oleh karena itu, kinerja perusahaan baik secara statistik maupun secara teoritis ***memediasi***, insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

2. *Capital Expenditure* > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, *capital expenditure* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan. Sedangkan *capital expenditure* secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teorinya.

Jadi, *capital expenditure*, secara statistik juga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori investasi. Oleh karena itu, kinerja perusahaan baik secara statistik maupun secara teoritis ***tidak memediasi***, *capital expenditure* dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

3. *Leverage* Keuangan > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori *balancing* atau *trade-off theory*. Sedangkan kinerja

perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan, sesuai dengan konsep teori *signaling*. Disisi lain *leverage* keuangan secara statistik berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan, sehingga sesuai dengan konsep teoritisnya. Oleh karena itu, kinerja perusahaan baik secara statistik maupun secara teoritis **memediasi**, *leverage* keuangan dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengujian Efek Mediasi.

Pengujian efek mediasi dilakukan terhadap kinerja perusahaan sebagai variabel dari insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan mediasi tersebut di atas, maka besarnya efek mediasi dapat dihitung sebagai berikut:

Pertama, kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi dari insentif manajer tidak perlu dihitung efek mediasinya, karena kinerja perusahaan merupakan mediasi penuh dari insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Pembagian bonus saham menunjukkan adanya *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) terhadap nilai perusahaan. *Signal* ini ditangkap oleh para pelaku bursa melalui kinerja perusahaan, dimana adanya pembagian bonus saham berdampak pada peningkatan *return on asset (ROA)*. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mean rate of return* atau rata-rata industri manufaktur dari *rate of return* 2,75%. Meskipun nilai *rate of return* rata-rata industri manufaktur sebesar 2,75% tergolong rendah, namun hal ini dapat memberikan harapan adanya dividen bagi para pemilik saham.

Kedua, kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi dari *leverage* keuangan, secara statistik pengaruh tidak langsung *leverage* keuangan (LEVKEU) terhadap nilai perusahaan adalah $(0,755) \times 0,725 = (0,547)$. Besarnya pengaruh langsung *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan adalah 0,725. Jadi dapat disimpulkan bahwa pengaruh sebenarnya adalah pengaruh langsung, karena nilai koefisien pengaruh langsung 0,725 lebih besar dari pengaruh koefisien tidak langsung -0,547. *Leverage* keuangan (LEVKEU) lebih efektif berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan (NILPER) daripada melalui kinerja perusahaan (KINPER).

4.2 Pembahasan

Pembahasan hasil akan dilakukan terhadap hasil pengujian pada model empiris 1 dan model empiris 2. *Model Empiris 1*; terdiri dari 3 persamaan, dan hasil uji normalitas *error* serta uji asumsi klasik, maka hanya persamaan 1-1 yang dapat digunakan untuk prediksi, sedangkan untuk persamaan 1-2 dan 1-3 hanya dapat digunakan untuk menjelaskan (*to descriptive*) fenomena yang terjadi. *Model Empiris 2*; terdiri dari 2 persamaan, dan dari hasil uji normalitas *error* serta uji asumsi klasik, persamaan 2-1 dan persamaan 2-2 mengalami persoalan asumsi klasik, sehingga kedua persamaan pada model kedua tidak dapat digunakan untuk memprediksi, dan hanya digunakan untuk menjelaskan (*to descriptive*) fenomena yang terjadi.

4.2.1 Pembahasan Pengujian Model Empiris 1

Pembahasan disini akan dilakukan terhadap hasil penelitian yang mencakup pembahasan pada model persamaan 1-1, persamaan 1-2, dan persamaan 1-3. Pembahasan akan dilakukan secara terperinci terhadap masing-masing variable independen yang dimasukkan dalam model agar mengetahui bagaimana pengaruh serta implikasinya terhadap variable dependennya.

4.2.1.1 Pembahasan Model Persamaan 1-1

Model persamaan 1-1 menyajikan pembahasan hasil penelitian mengenai pengaruh faktor fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi dalam mempengaruhi risiko sistematis. Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada Tabel 4-8 tersebut di muka, maka model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen ($\text{sig-}F = 0,000$). Oleh karena itu, semua variable yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan untuk memprediksi maupun menjelaskan pengaruhnya terhadap risiko sistematis pada derajat keyakinan lebih besar dari 99 persen ($1 - 0,000$).

Besarnya *R-square* persamaan 1-1 adalah 0,855 sedangkan nilai *F* hitung sebesar 356,617 dengan nilai $\text{sig-}F = 0,000$. Berarti inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi dalam model regresi persamaan 1-1 mampu menjelaskan risiko sistematis sebesar 85,50 persen pada *level of significant* kurang dari 1 persen. Jika dilihat dari nilai koefisien regresinya, maka kurs dengan nilai koefisien -0,928

merupakan variable yang paling besar dalam mempengaruhi risiko sistematis, dan pertumbuhan ekonomi merupakan variable yang paling kecil dalam mempengaruhi risiko sistematis.

Koefisien regresi masing-masing variable dalam persamaan 1-1 dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, inflasi secara statistik berpengaruh signifikan negative sebesar 0,167 terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika inflasi naik 1%, maka risiko sistematis akan turun sebesar 0,167%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa risiko sistematis untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika inflasi turun.

Risiko sistematis merupakan risiko yang melekat pada pasar sehingga disebut juga sebagai risiko pasar. Risiko sistematis diukur dengan melihat *beta* (β) saham individual atau masing-masing saham, semakin tinggi *beta* (β) saham semakin tinggi risiko saham tersebut. Artinya, jika terjadi perubahan *return* pasar, maka akan mengakibatkan perubahan *return* saham individual yang lebih besar, dan perubahan tersebut bisa searah atau sebaliknya.

Inflasi merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi besar kecilnya risiko sistematis. Logika teoritis menyatakan bahwa kenaikan inflasi akan menurunkan kinerja pasar modal, karena para pelaku pasar modal akan mengalihkan sementara investasinya pada surat berharga jangka pendek, obligasi pemerintah, atau deposito yang dapat memberikan keuntungan lebih baik. Akibatnya, volume transaksi

perdagangan saham menurun, dan kondisi ini akan memicu harga saham turun. Penurunan harga-harga saham akan menyebabkan angka indeks harga saham gabungan (IHSG) menurun, dan jika penurunan IHSG ini menyebabkan perubahan yang lebih besar pada harga saham individual, maka *beta* saham tersebut akan tinggi.

Pengaruh negatif inflasi terhadap risiko sistematis (*beta* saham) menggambarkan bahwa kenaikan inflasi tidak mendapatkan respon yang berlebihan dari para pelaku bursa. Hal ini disebabkan karena: (1) para pelaku bursa masih mengharapkan adanya *return* yang lebih baik daripada bunga obligasi pemerintah, bunga deposito, atau surat berharga jangka pendek lainnya di pasar uang. Kondisi ditunjukkan oleh besarnya *mean* dari *return on asset (ROA)* atau *return on asset (ROA)* rata-rata industri manufaktur 3,63%. (2) kepemilikan saham di bursa tidak menyebar ke publik ($\pm 25\%$), namun sebagian besar (mayoritas) dimiliki oleh *insider* ($\pm 75\%$).

Kedua, tingkat bunga secara statistik berpengaruh signifikan positif sebesar 0,310 terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika tingkat bunga naik 1%, maka risiko sistematis akan naik sebesar 0,310%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa risiko sistematis untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika tingkat bunga naik.

Seperti inflasi, maka tingkat bunga juga merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi tinggi rendahnya risiko sistematis. Logika teoritis menyatakan bahwa tingkat bunga akan berpengaruh positif terhadap risiko sistematis, sehingga

jika tingkat bunga naik, maka risiko sistematis juga naik. Tingkat bunga akan berpengaruh terhadap kinerja pasar modal, karena tingkat bunga digunakan sebagai barometer dari keuntungan atau *return* suatu investasi. Apabila tingkat bunga naik, maka fluktuasi harga saham meningkat, karena sebagian pelaku bursa mengalihkan sementara investasinya pada investasi lain yang memberikan keuntungan lebih baik, terutama para spekulan yang mengambil keuntungan jangka pendek.

Pengaruh positif tingkat bunga terhadap risiko sistematis (*beta* saham) menggambarkan bahwa kenaikan tingkat bunga menyebabkan fluktuasi harga saham tinggi. Hal ini ditunjukkan oleh besarnya nilai standar deviasi dari risiko sistematis 64,95% yang relatif tinggi.

Ketiga, kurs secara statistik berpengaruh signifikan negative sebesar 0,928 terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika kurs naik 1%, maka risiko sistematis akan turun sebesar 0,928%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa risiko sistematis untuk saham-saham yang diobservasi akan turun jika nilai kurs naik. Nilai kurs naik, jika nilai rupiah terdepresiasi atau naik terhadap US *dollar* (\$), sehingga untuk mendapatkan \$1, dibutuhkan uang rupiah yang lebih besar.

Seperti halnya perubahan inflasi dan tingkat bunga, maka perubahan kurs juga dapat berpengaruh terhadap kinerja pasar modal. Kurs sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi risiko sistematis dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap risiko sistematis. Pengaruh negatif kurs terhadap risiko sistematis (*beta* saham)

menggambarkan bahwa kenaikan kurs mendapat reaksi negatif dari para pelaku bursa, sehingga ketika kurs turun, maka fluktuasi harga saham naik. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai standar deviasi dari risiko sistematis yang relatif tinggi, yaitu sebesar 65,95%.

Keempat, pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh signifikan positif sebesar 0,058 terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik 1%, maka risiko sistematis akan naik sebesar 0,058%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa risiko sistematis untuk saham-saham yang diobservasi akan meningkat jika pertumbuhan ekonomi naik.

Pertumbuhan ekonomi sebagai gambaran dari kemampuan daya beli masyarakat fluktuasinya sangat tinggi, seperti yang ditunjukkan oleh besarnya standar deviasinya, yaitu 333,65%. Bahkan nilai *mean* yang menunjukkan nilai rata-rata pertumbuhan ekonomi negatif, yaitu -17,32%. Kondisi ini menunjukkan bahwa fluktuasi kemampuan masyarakat dalam membeli saham atau investasi di saham sangat tinggi. Akibatnya fluktuasi perubahan harga saham juga tinggi, dan tingginya fluktuasi harga saham ditunjukkan dari besarnya standar deviasi nilai perusahaan yang relatif tinggi yaitu sebesar 1102,10%. Oleh karena itu, pertumbuhan ekonomi menjadi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis.

Pertumbuhan ekonomi adalah merupakan barometer kenaikan kemakmuran masyarakat, sehingga jika pertumbuhan ekonomi naik, maka kemakmuran

masyarakat meningkat. Pertumbuhan ekonomi oleh para pelaku bursa saham dipandang sebagai peluang kondisi dinamis daya beli masyarakat pada saat itu. Oleh karena itu, maka jika pertumbuhan ekonomi naik, daya beli masyarakat juga naik, dan kegiatan investasi meningkat.

Pengaruh positif pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis (*beta* saham) menggambarkan bahwa kenaikan pertumbuhan ekonomi dalam jangka pendek tidak direspon oleh para pelaku bursa. Pertumbuhan ekonomi merupakan variabel *out come* dari inflasi, tingkat bunga dan kurs, sehingga dampaknya terhadap kinerja pasar modal baru akan dirasakan setelahnya.

Berdasarkan hasil pengujian pada persamaan 1-1 tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Perubahan-perubahan yang terjadi pada faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) akan berpengaruh terhadap risiko sistematis. Meskipun hanya tingkat bunga yang pengaruhnya sesuai dengan teori ekonomi dan perkiraan sebelumnya. Oleh karena itu, faktor ini sangat penting bagi para pelaku bursa untuk menentukan arah keputusan investasi yang akan dilakukannya.

4.2.1.2 Pembahasan Model Persamaan 1-2

Model persamaan 1-2 menyajikan pembahasan hasil penelitian mengenai pengaruh faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan

pertumbuhan ekonomi), dan risiko sistematis dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada Tabel 4-10 tersebut di muka, maka model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi 17,80 persen ($\text{sig-F} = 0,178$). Oleh karena itu, semua variable yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan untuk menjelaskan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan dengan derajat keyakinan 82,20 persen ($1 - 0,178$).

Besarnya *R-square* persamaan 1-2 adalah 0,031 sedangkan besarnya nilai *F* hitung 1,540 dengan nilai $\text{sig-F} = 0,178$. Berarti variable-variabel makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) dan risiko sistematis dalam model regresi persamaan 1-2 mempunyai kermampuan menjelaskan terhadap kinerja perusahaan sebesar 3,10 persen pada *level of significant* 17,80 persen. Jika dilihat dari nilai koefisien hasil regresi masing-masing variabel, maka variable risiko sistematis dengan nilai koefisien sebesar -0,387 merupakan variable yang paling besar dalam mempengaruhi kinerja perusahaan, dan variable pertumbuhan ekonomi merupakan variable yang paling kecil dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

Koefisien regresi masing-masing variable dalam persamaan 1-2 dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, inflasi secara statistik berpengaruh negative sebesar 0,065 tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja

perusahaan. Hal ini berarti kinerja perusahaan sebagai hasil implemenasi dari kebijakan perusahaan tidak dipengaruhi secara langsung oleh inflasi. Akan tetapi dipengaruhi secara tidak langsung oleh inflasi, yaitu melalui fluktuasi perubahan harga saham yang ditunjukkan dari besarnya *beta* saham atau risiko sistematis, sehingga secara statistik risiko sistematis merupakan variabel mediasi.

Tidak signifikannya pengaruh inflasi terhadap kinerja perusahaan disebabkan karena posisi laba yang relatif stabil meski terjadi kenaikan inflasi. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai standar deviasi yang relatif rendah, yaitu sebesar 11,66%, sehingga ekspektasi untuk mendapatkan laba di masa yang akan datang ada. Kondisi ini meyakinkan para pelaku bursa untuk tidak mengalihkan sementara investasinya (melakukan spekulasi) ke surat berharga jangka pendek untuk mendapatkan laba yang lebih baik. Mengingat pada umumnya bahwa para pelaku bursa saham adalah merupakan *investor jangka panjang yang orientasinya ke masa depan* (future oriented).

Kedua, tingkat bunga secara statistik berpengaruh positif sebesar 0,182 dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika tingkat bunga naik 1%, maka kinerja perusahaan akan naik sebesar 0,182%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa kinerja perusahaan yang diobservasi akan meningkat jika tingkat bunga naik.

Meningkatnya kinerja perusahaan ditunjukkan oleh besarnya *mode return on asset* (ROA) sebesar 0,23%. Meskipun besarnya *mode* relatif kecil, namun nilai

mode dari *return on asset* masih lebih besar dari nilai *mode* inflasi yang sebesar 0,10%. Kondisi ini menunjukkan ketahanan sebagian besar perusahaan-perusahaan industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia cukup baik dalam menghadapi gejolak perubahan inflasi.

Ketiga, kurs secara statistik berpengaruh negative sebesar 0,317 dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level* signifikansi 10% ($\text{sig-t} = 0.061$). Hasil pengujian ini mengandung arti secara statistik bahwa jika kurs naik 1%, maka kinerja perusahaan akan turun sebesar 0,061%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa kinerja perusahaan untuk perusahaan-perusahaan yang diobservasi akan meningkat jika kurs turun.

Pengaruh negatifnya kurs terhadap kinerja perusahaan menunjukkan bahwa variabilitas kurs pada perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur di BEI yang diobservasi cukup tinggi, yaitu ditunjukkan oleh besarnya standar deviasi sebesar 166,13%. Naiknya nilai kurs berdampak pada peningkatan harga barang-barang khususnya barang-barang impor, karena naiknya kurs menunjukkan tingkat inflasi di dalam negeri lebih tinggi dari di luar negeri. Kondisi ini menyebabkan biaya operasional naik, terutama pada perusahaan-perusahaan yang sebagian besar bahan bakunya dibeli dari luar negeri (*import*).

Keempat, pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh negatif 0,022 tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap

kinerja perusahaan. Maknanya adalah bahwa kinerja perusahaan sebagai hasil implemenasi dari kebijakan perusahaan tidak dipengaruhi secara langsung oleh pertumbuhan ekonomi.

Pertumbuhan ekonomi merupakan variabel *outcome* dan bersifat *future oriented*, sehingga tidak menyentuh langsung kehidupan perusahaan. Oleh karena itu, pertumbuhan ekonomi berpengaruh secara tidak langsung terhadap kinerja perusahaan. Tidak berpengaruhnya langsungnya pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan disebabkan karena pertumbuhan ekonomi berorientasi jangka panjang sedangkan kinerja perusahaan berorientasi jangka pendek. Manajemen akan melihat pertumbuhan ekonomi sebagai kondisi ekonomi di masa yang akan datang, sehingga dampaknya baru terjadi kemudian.

Kelima, risiko sistematis secara statistik berpengaruh negative 0,387 dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level* 0,021 atau kurang dari 5 persen dengan nilai koefisien sebesar -0,059. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa jika risiko sistematis turun 1%, maka kinerja perusahaan akan naik 0,387%. Makna dari hasil pengujian ini adalah bahwa kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI yang diobservasi akan naik jika risiko sistematis turun.

Risiko sistematis atau risiko pasar merupakan risiko yang melekat pada pasar, risiko ini akan dirasakan oleh semua perusahaan yang ada di bursa meskipun dengan tingkatan yang berbeda. Risiko sistematis dalam penelitian ini diproksi dengan *beta* saham, yang menggambarkan volatilitas perubahan *return* pasar (IHSG)

dengan *return* saham perusahaan. Oleh karena itu, jika risiko sistematis rendah, maka volatilitas perubahan *return* pasar terhadap *return* saham perusahaan juga rendah. Perusahaan dengan risiko sistematis rendah lebih tahan terhadap perubahan-perubahan lingkungan.

Berdasarkan hasil pengujian pada persamaan 1-2 tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa hanya tingkat bunga dan kurs dari faktor makroekonomi, dan risiko sistematis yang dapat menjelaskan kinerja perusahaan. Sedangkan inflasi dan pertumbuhan ekonomi tidak dapat digunakan untuk menjelaskan kinerja perusahaan. Tingkat bunga mewakili sektor riil dan kurs mewakili sektor luar negeri, sedangkan risiko sistematis menggambarkan volatilitas perubahan *return* saham terhadap *return* pasar, sehingga fenomena tingkat bunga, kurs, dan risiko sistematis tepat untuk menggambarkan kinerja perusahaan.

4.2.1.3 Pembahasan Model Persamaan 1-3

Model persamaan 1-3 menyajikan pembahasan hasil penelitian mengenai pengaruh faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), risiko sistematis, dan kinerja perusahaan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada Tabel 4-12 tersebut di depan, maka model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empirik memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen ($\text{sig-}F = 0,000$). Sehingga semua variable yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan untuk menjelaskan pengaruhnya

terhadap nilai perusahaan dengan derajat keyakinan lebih besar dari 99 persen (1 – 0,000).

Besarnya *R-square* persamaan 1-3 adalah 0,173 sedangkan besarnya nilai F hitung 8,373 dengan nilai *sig-F* = 0,000. Berarti variable-variabel makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi; risiko sistematis; dan kinerja perusahaan dalam model regresi persamaan 1-3 mempunyai kemampuan menjelaskan terhadap kinerja perusahaan sebesar 17,30 persen pada *level significant* 0,000 atau kurang dari 1 persen. Jika dilihat dari nilai koefisien hasil regresi masing-masing variabel, maka variable kinerja perusahaan dengan nilai koefisien positif 0,396 merupakan variable yang paling besar dalam mempengaruhi nilai perusahaan, dan risiko sistematis dengan nilai koefisien positif 0,049 merupakan variable yang paling kecil dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Koefisien regresi masing-masing variable dalam persamaan 1-3 dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, inflasi secara statistik berpengaruh negative sebesar 0,094 tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian secara statistik bahwa inflasi tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan tidak dipengaruhi secara langsung oleh kondisi inflasi.

Kondisi inflasi menggambarkan kondisi naiknya harga-harga barang secara umum dan menyeluruh. Kondisi ini mengakibatkan daya beli masyarakat menurun,

banyak perusahaan mengurangi produksi dan merumahkan sementara sebagian karyawannya. Oleh karena itu, inflasi akan mempengaruhi aktivitas perusahaan secara umum, seperti: aktivitas produksi dan aktivitas distribusi, pemasaran, dsb. Para pelaku bursa hanya akan mengamati pergerakan harga saham untuk kemudian melakukan transaksi.

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa volatilitas *return on asset (ROA)* perusahaan-perusahaan dalam kelompok industri manufaktur di BEI relatif rendah. Oleh karena itu, meskipun terjadi kenaikan inflasi, maka laba perusahaan tetap stabil. Di samping itu juga kepemilikan saham perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI mengelompok, dimana berkisar 75% saham dimiliki oleh *insider*, dan 25% dimiliki publik. Akibatnya, harga-harga saham di bursa tetap stabil, karena *insider* adalah merupakan investor jangka panjang, yang mengharapkan *dividend yield* dari investasinya.

Kedua, tingkat bunga secara statistik berpengaruh negatif sebesar 0,076 dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian secara statistik bahwa tingkat bunga tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah tingkat bunga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tingkat bunga sebagai barometer pengukuran keuntungan atau *return* investasi sering mendapat perhatian khusus bagi para pelaku bursa, karena pada umumnya para pelaku bursa akan mengalihkan investasinya sementara pada deposito

atau surat berharga jangka pendek lainnya ketika terjadi kenaikan tingkat suku bunga. Para pelaku bursa yang demikian merupakan, para spekulan atau investor yang mengejar keuntungan jangka pendek, sedangkan bagi investor jangka panjang mengharapkan *dividend yield* dari investasinya. Seperti pada penjelasan sebelumnya bahwa sekitar 75% saham-saham perusahaan manufaktur di BEI dimiliki oleh *insider* atau investor jangka panjang. Oleh karena itu, maka perubahan tingkat bunga tidak direspon oleh investor jangka panjang, karena perubahan tingkat bunga merupakan faktor sesaat.

Ketiga, kurs secara statistik berpengaruh positif 0,116 tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian secara statistik bahwa kurs tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh perubahan kurs.

Seperti halnya inflasi dan tingkat bunga, maka kurs juga merupakan salah satu indikator makroekonomi yang sering dipakai sebagai pedoman dalam melakukan keputusan investasi. Kurs dalam penelitian ini berhubungan dengan nilai tukar rupiah terhadap *US* dolar (\$). Para pelaku bursa dapat memilih *US* dolar sebagai alternatif dari investasinya yang bersifat spekulatif. Jika nilai kurs cenderung naik, dimana nilai rupiah terdepresiasi terhadap *US* dolar, maka para pelaku bursa akan mengalihkan investasinya sementara ke pasar uang dengan membeli *US* dolar (\$). Investasi ini bersifat spekulatif untuk mencari keuntungan atau mendapatkan *return* jangka pendek

dari perubahan kurs tersebut. Oleh karena itu, bagi investor jangka panjang, perubahan kurs tidak direspon secara berlebihan, sehingga tidak menggoyahkan para pelaku bursa untuk mencari keuntungan jangka pendek. Akibatnya, perubahan kurs tidak berpengaruh terhadap harga saham yang merupakan representasi dari nilai perusahaan.

Keempat, pertumbuhan ekonomi secara statistik berpengaruh negatif 0,058 tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian secara statistik bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi.

Pertumbuhan ekonomi sebagai variabel *out come* dari variabel inflasi, tingkat bunga, dan kurs sering digunakan untuk mengukur kesejahteraan masyarakat. Namun demikian pertumbuhan ekonomi dalam konteks investasi di pasar modal digunakan oleh para pelaku bursa untuk melihat prospek investasi di masa yang akan datang. Dampak yang ditimbulkan dari pengaruh pertumbuhan ekonomi baru akan dirasakan pada masa yang akan datang. Oleh karena itu, investor jangka panjang akan bertahan pada investasi mereka, sehingga pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh terhadap harga saham yang merupakan representasi dari nilai perusahaan.

Kelima, risiko sistematis secara statistik berpengaruh positif 0,049 tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian secara statistik bahwa risiko sistematis tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil

pengujian tersebut adalah bahwa harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh risiko sistematis.

Beta saham sebagai indikator dari risiko sistematis menunjukkan tingkat volatilitas perubahan *return* pasar (IHSG) terhadap *return* saham. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat volatilitas perubahan *return* pasar (IHSG) terhadap *return* saham, semakin tinggi risiko perusahaan. Hasil pengujian secara statistik sebelumnya menunjukkan faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), yang merupakan variabel berpengaruh terhadap risiko sistematis juga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, maka risiko sistematis sebagai representasi dari *beta* saham juga tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa risiko sistematis tidak ditangkap sebagai *signal* langsung (*direct signaling*) oleh para pelaku bursa, melainkan ditangkap sebagai *signal* tidak langsung (*indirect signaling*), yaitu melalui kinerja perusahaan.

Keenam, kinerja perusahaan secara statistik berpengaruh positif sebesar 0,396 dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada *level of significant* kurang dari 1 persen (*sig-F* = 0,000). Hasil pengujian secara statistik bahwa kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa jika kinerja perusahaan naik, maka nilai perusahaan juga naik.

Para pelaku bursa saham akan selalu mengharapkan adanya *return* dari investasinya, baik yang berupa *dividend yield* maupun *capital gain* dari kepemilikan

saham perusahaan. *Return* ini hanya akan diperoleh jika perusahaan menghasilkan laba pada setiap kegiatan operasinya. Oleh karena itu, *return on asset (ROA)* sebagai indikator dari kinerja perusahaan akan dipandang sebagai *signal* positif dari adanya ekspektasi *return* pada perusahaan tersebut. Hasil ini menunjukkan bahwa *return on asset (ROA)* ditangkap sebagai *signal* langsung (*direct signaling*) adanya *expected return* dari investasinya, sehingga semakin tinggi *return on asset (ROA)*, semakin besar harapan investor untuk mendapatkan laba dari investasinya.

Berdasarkan hasil pengujian pada persamaan 1-3 tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa faktor makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), dan risiko sistematis tidak dapat menjelaskan nilai perusahaan secara langsung. Variabel-variabel tersebut dalam menjelaskan nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan dapat menjelaskan nilai perusahaan secara langsung, sehingga kinerja perusahaan berperan sebagai variabel mediasi antara variabel makroekonomi, khususnya inflasi, dan risiko sistematis dengan nilai perusahaan.

Jadi, dari model empirik 1 dapat ditemukan hal-hal baru yang dapat digunakan sebagai tambahan ilmu pengetahuan, yaitu:

1. Risiko sistematis berperan sebagai variabel mediasi yang menghubungkan pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan.
2. Kinerja perusahaan berperan sebagai variabel mediasi yang menghubungkan pengaruh kurs dan risiko sistematis terhadap nilai perusahaan.

3. Terjadi pengaruh berjenjang faktor fundamental makroekonomi (khususnya tingkat bunga), risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.
4. Ditemukannya efek *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan.
5. Ditemukan efek *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) pengaruh kurs dan risiko sistematis terhadap nilai perusahaan.

Mudah-mudahan hasil temuan ini dapat digunakan sebagai sumbangan pemikiran baru untuk menambah ilmu pengetahuan, khususnya di bidang manajemen keuangan.

4.2.2 Pembahasan Pengujian Model Empiris 2

Model empiris 2 terdiri dari dua persamaan regresi, yaitu persamaan regresi 2-1 dan persamaan regresi 2-2. Oleh karena itu pembahasan akan dilakukan terhadap hasil penelitian yang mencakup pembahasan pada model persamaan 2-1 dan model persamaan 2-2. Pembahasan akan dilakukan secara terperinci terhadap masing-masing variable independen yang dimasukkan dalam model agar mengetahui bagaimana pengaruh serta implikasinya terhadap variable dependen.

4.2.2.1 Pembahasan Model Persamaan 2-1

Model persamaan 2-1 menyajikan pembahasan hasil penelitian mengenai pengaruh kebijakan perusahaan; insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada Tabel 4-15 tersebut di depan, maka model regresi yang digunakan sesuai dengan

bukti empirik memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen (*sig-F* 0,000). Oleh karena itu, semua variable yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan untuk menjelaskan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan dengan derajat keyakinan lebih besar dari 99 persen (1 – 0,000).

Besarnya *R-square* persamaan 2-1 adalah 0,589 sedangkan besarnya nilai *F* hitung 128,743 dengan nilai *sig-F* = 0,000. Berarti variable-variabel kebijakan perusahaan (*insentif manajer*, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan) dalam model regresi persamaan 2-1 mempunyai kemampuan menjelaskan terhadap kinerja perusahaan sebesar 58.90 persen pada *level of significant* = 0,000 atau kurang dari 1 persen.

Jika dilihat dari nilai koefisien hasil regresi masing-masing variabel, maka variable *leverage* keuangan dengan nilai koefisien sebesar negative 0,755 merupakan variable yang paling besar dalam mempengaruhi kinerja perusahaan, dan variable *capital expenditure* dengan nilai koefisien negatif 0,008 merupakan variable yang paling kecil dalam mempengaruhi kinerja perusahaan.

Koefisien regresi masing-masing variable dalam persamaan 2-1 dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, *insentif manajer* secara statistik berpengaruh positif sebesar 0,160 dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa *insentif manajer* berpengaruh langsung terhadap kinerja

perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa pembagian bonus saham sebagai insentif kepada manajer pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Konsep *agency theory*, bahwa agar supaya manajer mau menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik, yaitu meningkatkan kesejahteraan pemilik, manajer diberi kompensasi. Pemberian kompensasi berupa bonus saham akan menyebabkan manajer ikut dalam kepemilikan (*insider ownership*). Hal ini akan membuat manajer bekerja lebih keras untuk meningkatkan keuntungan yang maksimum agar kinerja perusahaan meningkat. Nampaknya apa yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur di BEI berhasil, dan sesuai dengan konsep teori agensi bahwa pemberian kompensasi berupa bonus saham akan meningkatkan kinerja perusahaan.

Kedua, capital expenditure secara statistik berpengaruh negatif sebesar 0,008 tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa *capital expenditure* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) untuk perusahaan-perusahaan yang diobservasi di BEI tidak meningkatkan kinerja perusahaan.

Capital expenditure merupakan pengeluaran biaya modal untuk investasi pada *plant, properti, and equipment* (PPE). Investasi ini bertujuan untuk meningkatkan kegiatan investasi perusahaan agar kinerja perusahaan meningkat.

Mengingat bahwa investasi ini merupakan investasi jangka panjang, maka keuntungan (*return*) yang dihasilkan juga baru akan dihasilkan pada beberapa tahun yang akan datang. Oleh karena itu dalam jangka pendek pengaruh *capital expenditure* belum dapat menghasilkan keuntungan (*return*).

Keriga, *leverage* keuangan secara statistik berpengaruh negative sebesar 0,755 dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada *level* kurang dari 1 persen. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa *leverage keuangan* berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa penggunaan hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang diobservasi di BEI menurunkan kinerja perusahaan.

Leverage keuangan merupakan penggunaan hutang untuk keperluan pembiayaan investasi perusahaan. Sebagian besar perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan investasinya. Berdasarkan hasil analisis penggunaan hutang menurunkan kinerja perusahaan, padahal nilai *mean* dari *leverage* keuangan sebesar 0,575 lebih rendah dari nilai modenya sebesar 0,380. Hasil ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang belum maksimal karena sebagian besar hutang perusahaan masih dibawah hutang industri, sehingga masih dapat ditingkatkan lagi.

Berdasarkan hasil pengujian pada persamaan 2-1 tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan perusahaan yang berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan adalah kebijakan pendistribusian laba dan kebijakan pendanaan.

Sedangkan *capital expenditure* sebagai representasi dari kebijakan investasi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

4.2.2.2 Pembahasan Model Persamaan 2-2

Model persamaan 2-2 menyajikan pembahasan hasil penelitian mengenai pengaruh kebijakan perusahaan; insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan serta kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian yang disajikan pada Tabel 4-17 tersebut di muka, maka model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen ($\text{sig-t} = 0,000$). Oleh karena itu, semua variable yang dimasukkan ke dalam model regresi mempunyai kemampuan untuk menjelaskan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan dengan derajat keyakinan lebih besar dari 99 persen ($1 - 0,000$).

Besarnya *R-square* persamaan 2-2 adalah 0,238 sedangkan besarnya nilai *F* hitung 21,013 dengan nilai $\text{sig-F} = 0,000$. Berarti variable-variabel kebijakan perusahaan (insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan) dan kinerja perusahaan dalam model regresi persamaan 2-2 mempunyai kemampuan menjelaskan terhadap kinerja perusahaan sebesar 23,80 persen pada *level of significant* = 0,000 atau kurang dari 1 persen. Jika dilihat dari nilai koefisien hasil regresi masing-masing variabel, maka *leverage* keuangan dengan nilai koefisien sebesar 0,725 merupakan variable yang paling besar dalam mempengaruhi nilai

perusahaan, dan variable *capital expenditure* dengan nilai koefisien negatif 0,016 merupakan variable yang paling kecil dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Koefisien regresi masing-masing variable dalam persamaan 2-2 dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, insentif manajer secara statistik berpengaruh negative sebesar 0,051 dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa insentif manajer tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa nilai perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang membagikan insentif berupa bonus saham yang diobservasi di BEI tidak meningkat.

Pemberian insentif kepada manajer berupa bonus saham tidak secara langsung berpengaruh terhadap nilai perusahaan, melainkan melalui atau dimediasi oleh kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa para pelaku bursa tidak merespon atau tidak ada *signal* langsung, karena orientasi para pelaku bursa adalah *return*. Dengan demikian, maka pemberian insentif berupa bonus saham merupakan efek *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) yang ditangkap para pelaku bursa. Oleh karena itu, hasil analisis ini menempatkan kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi yang menghubungkan bonus saham dengan nilai perusahaan.

Kedua, *capital expenditure* secara statistik berpengaruh negatif sebesar 0,016 tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa *capital expenditure* tidak berpengaruh terhadap nilai

perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) untuk pembiayaan *plant, property and equipment* (PPE) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Capital expenditure sebagai representasi dari keputusan investasi dimaksudkan untuk peningkatan dan pengembangan investasi. Kebijakan ini memberikan ekspektasi terhadap para pelaku bursa adanya peluang untuk mendapatkan *return* dari investasinya. Namun hasil analisis menunjukkan bahwa kebijakan ini tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, maka para pelaku bursa tidak merespon atau tidak ada *signal* dari kebijakan tersebut, sehingga mereka tidak mengubah keputusan investasinya. Akibatnya keputusan ini tidak mampu mengangkat harga pasar saham perusahaan.

Ketiga, leverage keuangan secara statistik berpengaruh positif 0,725 dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada *level* kurang dari 1 persen. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa *leverage keuangan* berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa nilai perusahaan yang menggunakan utang yang diobservasi di BEI meningkat, semakin tinggi penggunaan utang semakin tinggi nilai perusahaan.

Leverage keuangan sebagai representasi dari kebijakan pendanaan direspon positif dan secara langsung oleh para pelaku bursa. Penggunaan hutang dalam pembiayaan investasi dapat mencegah perilaku manajer berkaitan dengan penggunaan *cash flow* yang berlebihan. Kondisi ini membuat *cash flow* perusahaan

menjadi lebih stabil dan terkendali. Para pelaku bursa menangkap *signal* ini sebagai pertanda kondisi perusahaan dalam keadaan kondusif, sehingga para pelaku bursa tertarik untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut dengan membeli saham perusahaan. Akibatnya, karena banyak permintaan terhadap saham perusahaan, maka harga pasar naik.

Keempat, kinerja perusahaan secara statistik berpengaruh positif 0,427 dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada *level* kurang dari 1 persen. Hasil pengujian secara statistik menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Makna dari hasil pengujian tersebut adalah bahwa kenaikan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap peningkatan harga saham perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan konsep teori *signaling* bahwa laba dapat digunakan sebagai indikator untuk menilai kinerja perusahaan. Jadi, perusahaan yang mendapatkan laba tinggi adalah perusahaan yang akan mampu membagi dividen, dan dividen ini yang akan menarik investor untuk menginvestasikan dananya ke dalam perusahaan, sehingga harga saham menjadi naik, dan akibatnya nilai perusahaan meningkat.

Berdasarkan hasil pengujian pada persamaan 2-2 tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan perusahaan yang berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan adalah kebijakan pendanaan dengan indikator *leverage* keuangan. Sedangkan kebijakan pendistribusian laba (bonus saham) dan kebijakan investasi

(*capital expenditure*) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan pendistribusian laba (bonus saham) terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh tidak langsung atau dimediasi oleh kinerja perusahaan.

Jadi, dari model empirik 2 dapat ditemukan hal-hal baru yang dapat digunakan sebagai tambahan ilmu pengetahuan, yaitu:

1. Kinerja perusahaan merupakan variabel mediasi yang menghubungkan pengaruh kebijakan perusahaan, khususnya bonus saham terhadap nilai perusahaan.
2. Terjadi pengaruh berjenjang kebijakan perusahaan, khususnya bonus saham, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.
3. Terjadi efek *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) pengaruh kebijakan perusahaan, khususnya pembagian bonus saham terhadap nilai perusahaan.

Mudah-mudahan hasil temuan baru ini dapat memberikan sumbangan pemikiran baru yang bermanfaat dibidang manajemen keuangan.

4.2.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang diajukan ada 22 hipotesis, yaitu 15 hipotesis pada model empirik 1 dan 7 hipotesis pada model empirik 2. Hipotesis yang diajukan tersebut seluruhnya hipotesis major, yang dikelompokkan menjadi 5 kelompok. Model empirik 1 terdiri dari tiga kelompok dengan 15 hipotesis; kelompok *pertama* terdiri 4 hipotesis, kelompok *kedua* terdiri dari 5 hipotesis, dan kelompok *ketiga* terdiri dari 6 hipotesis. Sedangkan model empirik 2 terdiri dari dua kelompok dengan 7 hipotesis;

kelompok *pertama* terdiri dari 3 hipotesis dan kelompok *kedua* terdiri dari 4 hipotesis.

4.2.3.1 Pembahasan Pengujian Hipotesis Model Empiris 1

Seperti telah dijelaskan di atas, bahwa model empirik 1 terdiri dari 3 kelompok dengan 15 hipotesis. Kelompok *pertama*, adalah hipotesis mengenai variable-variabel diprediksikan mempengaruhi risiko sistematis, terdiri dari 4 hipotesis. Kelompok *kedua*, adalah hipotesis mengenai variable-variabel diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan terdiri dari 5 hipotesis. Kelompok *ketiga*, adalah hipotesis mengenai variable-variabel diprediksikan mempengaruhi nilai perusahaan, terdiri dari 6 hipotesis.

4.2.3.1.1 Pembahasan Hipotesis Pertama (H_1).

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis pertama (H_1), maka hipotesis 1 dinyatakan ***ditolak***, karena meskipun hasil uji signifikansi menunjukan pada signifikan *level* kurang dari 1% namun dengan arah yang berbeda. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,167 dan *sig-t* = 0,000 menunjukan bahwa inflasi (INF) berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis (RISKSIS).

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kenaikan inflasi akan menurunkan risiko sistematis, sehingga inflasi tidak dapat digunakan untuk memprediksi maupun menjelaskan risiko sistematis. Friedman, pemenang hadiah nobel dalam ilmu ekonomi menyatakan bahwa inflasi selalu dan di mana pun

merupakan fenomena moneter. Inflasi adalah proses kenaikan harga-harga umum barang-barang secara terus menerus (Nopirin, 1992). Inflasi merepresentasikan sektor moneter, karena berkaitan dengan jumlah uang beredar di masyarakat. Hal yang mendorong terjadinya inflasi adalah jumlah uang beredar di masyarakat lebih tinggi dibandingkan dengan jumlah barang-barang yang ditawarkan. Oleh karena itu, mendorong harga-harga umum barang-barang menjadi naik secara terus menerus. Kondisi ini membuat pendapatan nasional (GNP) menurun, dan dengan menurunnya GNP, maka pendapatan masyarakat juga menurun, akibatnya daya beli masyarakat juga menurun.

Untuk mengatasi masalah inflasi, pemerintah dapat melakukan beberapa kebijakan antara lain; kebijakan moneter, kebijakan fiskal, kebijakan yang berkaitan dengan *output*, serta kebijakan penentuan harga dan *indexing* (Nopirin, 1992). Instrumen yang sering digunakan untuk mengatasi inflasi melalui kebijakan moneter adalah mengendalikan uang beredar (M), yaitu dengan menaikkan cadangan minimum sehingga jumlah uang beredar menjadi kecil. Selanjutnya, karena inflasi menyebabkan daya beli masyarakat menurun, maka permintaan produk-produk yang dihasilkan perusahaan juga menurun. Menurunnya permintaan akan produk-produk yang dihasilkan perusahaan akan meningkatkan risiko pasar. Jadi, dengan demikian naiknya inflasi akan berakibat pada naiknya risiko pasar atau risiko sistematis.

Sesuai dengan argumentasi teori ekonomi, khususnya tentang inflasi bahwa naiknya inflasi akan berpengaruh pada peningkatan risiko pasar atau risiko sistematis.

Akan tetapi fakta empirik menjelaskan bahwa naiknya inflasi berpengaruh pada penurunan risiko pasar atau risiko sistematis. Hal ini terjadi karena volatilitas risiko sistematis yang ditunjukkan dari nilai standar deviasinya sebesar 64,95% relatif lebih rendah dibandingkan dengan volatilitas inflasi dengan standar deviasi 305,70%. Namun demikian, para pelaku bursa masih bisa mendapatkan *return* dari investasinya meskipun terjadi kenaikan inflasi, karena nilai *return on asset (ROA)* industri masih positif sebesar 3,63%.

Hasil pengujian hipotesis 1 memberikan implikasi manajerial bahwa pada saat kondisi inflasi cenderung naik, maka stabilitas harga saham harus dijaga dengan cara mempertahankan stabilitas laba atau *return on asset (ROA)* melalui kebijakan *earning management*, khususnya kebijakan *smoothing*. Agar para pelaku bursa yakin bahwa meskipun ada kenaikan inflasi tidak akan sampai menyebabkan risiko sistematis naik, karena harga sahamnya tetap stabil. Kebijakan ini dapat memberikan *signal* kepada para pelaku bursa tentang kondisi perusahaan dalam keadaan baik meskipun terjadi kenaikan inflasi.

4.2.3.1.2 Pembahasan Hipotesis Dua (H₂)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedua (H₂), maka hipotesis 2 dinyatakan ***ditolak***, karena inflasi (INF) tidak signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (*sig-t* = 0,359) meskipun nilai koefisiennya negative (-0,065), yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah negative. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,065 dan *sig-t* = 0,359 menunjukkan bahwa inflasi

(INF) berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa inflasi tidak dapat digunakan untuk memprediksi kinerja perusahaan, namun dapat digunakan untuk menjelaskan kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian sesuai perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori ekonomi bahwa jika inflasi naik, maka kinerja perusahaan menurun. Akan tetapi pengaruh kenaikan tingkat inflasi terhadap penurunan kinerja perusahaan tidak signifikan, karena volatilitas *return on asset* (ROA) perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI relatif stabil meskipun terjadi kenaikan inflasi, sehingga sebagian besar perusahaan dalam industri manufaktur masih mendapatkan *return* meskipun terjadi kenaikan inflasi.

Perusahaan-perusahaan yang terkena dampak paling besar akibat dari kenaikan inflasi adalah perusahaan-perusahaan yang sebagian besar menggunakan komponen bahan baku impor. Penggunaan bahan baku impor akan sangat membebani biaya operasional perusahaan, karena jika inflasi di dalam negeri naik, maka akan meningkatkan harga bahan baku. Sedangkan untuk perusahaan-perusahaan yang sedikit komponen bahan baku impornya, kenaikan inflasi tidak begitu besar pengaruhnya. Meskipun terjadi kenaikan biaya operasional akibat kenaikan inflasi, namun perusahaan mampu mempertahankan nilai penjualannya, sehingga laba yang diperoleh relatif stabil.

Fluktuasi perubahan *return on asset (ROA)* ditunjukkan dari besarnya standar deviasi dari *ROA*. Nilai standar deviasi *ROA* sebagai proksi dari kinerja perusahaan pada sample observasi model empirik 1 sebesar 11,66% dan pada sample observasi model empirik 2 sebesar 5,33%. Nilai varian *ROA* sebagai proksi dari kinerja perusahaan pada sample observasi model empirik 1 sebesar 1,40% dan pada sample observasi model empirik 2 sebesar 0,30%. Sesuai dengan motivasi *signaling*, investor tidak begitu terpengaruh dengan perubahan inflasi, karena *signal* mendapatkan laba dari investasinya masih terlihat dari stabilitas labanya. Oleh karena itu, investor jangka panjang tidak akan melepaskan sahamnya, akibatnya harga-harga saham relative stabil meskipun terjadi kenaikan inflasi.

Hasil pengujian hipotesis 2 memberikan implikasi manajerial bahwa perusahaan harus mempertahankan *return on asset (ROA)* melalui kebijakan *earning management*. Kebijakan ini dapat membuat laba yang dilaporkan dalam laporan keuangan terlihat stabil, sehingga dapat meyakinkan para pelaku bursa bahwa meskipun terjadi kenaikan inflasi namun masih ada laba yang diharapkan, sehingga tidak menurunkan kinerja perusahaan.

4.2.3.1.3 Pembahasan Hipotesis Tiga (H₃)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketiga (H₃), maka hipotesis 3 dinyatakan ***ditolak***, karena inflasi (INF) tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (*sig-t* = 0,154) meskipun nilai koefisiennya negative (-0,094), yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah negative. Hasil pengujian secara

statistik nilai koefisien *beta* -0,094 dan *sig-t* = 0,154 menunjukkan bahwa inflasi (INF) berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini sebenarnya sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori ekonomi bahwa jika inflasi naik, maka nilai perusahaan menurun. Akan tetapi pengaruh kenaikan tingkat inflasi terhadap penurunan nilai perusahaan secara statistik tidak signifikan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa inflasi tidak dapat digunakan untuk memprediksikan maupun menjelaskan nilai perusahaan. Tidak berpengaruhnya inflasi terhadap nilai perusahaan menggambarkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI tahan dengan perubahan inflasi. Hal ini ditunjukkan dengan besarnya standar deviasi dari nilai perusahaan 103,97% lebih kecil dari nilai standar deviasi inflasi 305,70%. Industri juga masih mendapatkan *return on asset (ROA)* sebesar 3,63% (*mean*), sehingga investor jangka panjang yang menguasai hampir 75% saham perusahaan manufaktur masih melihat adanya peluang yang diharapkan untuk mendapatkan *dividend yield* di masa depan.

Hasil pengujian hipotesis 3 ini memberikan implikasi manajerial untuk mempertahankan nilai perusahaan dengan mempertahankan stabilitas laba yang berkelanjutan, dengan cara menerapkan kebijakan *earning management*, yaitu dengan *smoothing*. Hasil dari kebijakan ini dapat menjadi *signal* positif bagi para pelaku bursa, sehingga para pelaku bursa akan mempertahankan investasinya karena ada harapan untuk mendapatkan *return* dari investasinya.

4.2.3.1.4 Pembahasan Hipotesis Empat (H₄)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis keempat (H₄), maka hipotesis 4 dinyatakan **diterima** pada *level of significant* kurang dari 1 persen. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,310 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa tingkat bunga (INT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori ekonomi bahwa semakin tinggi tingkat bunga, semakin tinggi risiko sistematis.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa tingkat bunga dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan risiko sistematis. Manajemen sebaiknya lebih memperhatikan pergerakan tingkat bunga pada periode mendatang, karena tingkat bunga adalah yang paling penting di antara variable-variabel makroekonomi. Hal ini disebabkan karena tingkat bunga adalah harga yang menghubungkan masa kini dan masa mendatang. Para pelaku bursa adalah pengejar profit atau *return*, sehingga bagi mereka pertimbangan yang utama dalam investasi adalah tingkat bunga atau *return* yang dapat dihasilkan dari investasinya.

Tingkat bunga, variable ini dalam penelitian ini merepresentasikan sektor riil, sektor yang memberikan kontribusi cukup besar bagi perkembangan ekonomi nasional. Fungsi tingkat bunga adalah alokasi faktor produksi untuk menghasilkan barang dan jasa yang dipakai di masa sekarang dan di masa mendatang. Keputusan alokasi faktor produksi untuk masa sekarang dan masa mendatang pada sistem

ekonomi pasar ditentukan oleh masing-masing individu. Semakin lama alokasi ini, semakin besar harga yang harus dibayar, karena pemodal berisiko kehilangan banyak kesempatan untuk menggunakan uang tersebut saat ini. Jadi, tingkat bunga adalah nilai tukar atau harga yang bersedia dibayar dengan nilai yang lebih tinggi oleh individu-individu pada saat mendatang. Oleh karena itu, ketika tingkat bunga naik, maka risiko sistematis juga naik.

Hasil pengujian hipotesis 4 memberikan implikasi manajerial bahwa pada saat kondisi tingkat bunga cenderung naik, maka stabilitas laba harus dipertahankan untuk meyakinkan kepada para pelaku bursa bahwa perusahaan dalam keadaan baik. Cara untuk mempertahankan stabilitas laba adalah dengan menerapkan kebijakan *earning management*, khususnya kebijakan *smoothing*. Kebijakan ini dilakukan untuk menjaga stabilitas laporan laba dari waktu ke waktu dengan harapan bahwa kinerja perusahaan dipandang *sustainable*. Kondisi ini akan memberikan *signal* kepada para pelaku bursa bahwa meskipun ada kenaikan tingkat bunga dan risiko sistematis naik, namun harapan untuk mendapatkan *return* tetap ada.

4.2.3.1.5 Pembahasan Hipotesis Lima (H₅)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kelima (H₅), maka hipotesis 5 dinyatakan ***ditolak*** meskipun hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 5%. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,182 dan *sig-t* = 0,035 menunjukkan bahwa tingkat bunga (INT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai

dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi bahwa jika tingkat bunga naik, maka kinerja perusahaan turun.

Tingkat bunga, seperti telah dijelaskan sebelumnya adalah merupakan variabel faktor fundamental makroekonomi yang paling penting, karena tingkat bunga adalah harga yang menghubungkan masa kini dan masa mendatang. Naiknya tingkat bunga akan mendorong naiknya harga-harga umum barang-barang, karena dengan naiknya tingkat bunga biaya operasi perusahaan secara keseluruhan meningkat. Kondisi ini memaksa perusahaan untuk menaikkan harga jual produknya agar mendapatkan laba dari produk yang dihasilkannya, meskipun dengan konsekuensi volume penjualan menurun.

Fenomena empirik menggambarkan bahwa volatilitas *return on asset (ROA)* dari perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEI selama periode 2004 sampai dengan 2006 relatif stabil, dengan standar deviasi yang cukup rendah, yaitu 11,66%. Hasil ini menunjukkan bahwa kondisi tingkat bunga selama periode tersebut relatif stabil dengan *mean* 3,63%. Sebagian besar perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur di BEI mendapatkan *return on asset (ROA)* sebesar 0,23% (*mode*). Nilai *mode return on asset (ROA)* ini lebih besar dari nilai *mode* tingkat bunga sebesar 0,10%, sehingga pengaruh tingkat bunga positif terhadap kinerja perusahaan. Implikasi manajerial dari kondisi ini adalah bahwa perusahaan harus dapat mempertahankan stabilitas laba yang berkelanjutan melalui kebijakan *earning managemant*, khususnya *smoothing*.

4.2.3.1.6 Pembahasan Hipotesis Enam (H_6)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis keenam (H_6), maka hipotesis 6 dinyatakan ***ditolak***, karena meskipun tingkat bunga (INT) berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan, namun pengaruh tersebut tidak signifikan. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,076 dan *sig-t* = 0,345 menunjukkan bahwa tingkat bunga (INT) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori ekonomi bahwa jika tingkat bunga naik, maka nilai perusahaan turun meskipun secara statistik penurunan tersebut tidak signifikan.

Tidak signifikannya pengaruh tingkat bunga terhadap nilai perusahaan menunjukkan tidak ada signal yang ditangkap oleh para pelaku bursa dari perubahan tingkat bunga. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa tingkat bunga tidak dapat digunakan untuk memprediksikan maupun menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena: (1) bahwa sebagian besar (mayoritas) saham dimiliki oleh *insider*, yaitu mencapai hampir 75%, dan ini merupakan investor jangka panjang. (2) bahwa perubahan tingkat bunga sifatnya adalah jangka pendek. Investor jangka panjang lebih mengutamakan *dividend yield* daripada *capital gain* yang dikejar oleh para spekulasi atau investor jangka pendek.

Hasil pengujian hipotesis 6 memberikan implikasi manajerial bahwa investor jangka panjang tidak melakukan spekulasi untuk mengejar *return* jangka pendek (*capital gain*), selama masih ada ekspektasi *return* di masa depan. Ekspektasi

return dapat diciptakan oleh perusahaan melalui kebijakan *earning manajemen*, khususnya *smoothing*. Kebijakan ini didasari pada motivasi *signaling*, dan dilakukan untuk menjaga stabilitas laporan laba dari waktu ke waktu dengan harapan bahwa kinerja perusahaan dipandang *sustainable*.

4.2.3.1.7 Pembahasan Hipotesis Tujuh (H₇)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketujuh (H₇), maka hipotesis 7 dinyatakan ***ditolak*** meskipun dari hasil uji statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 1%. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,928 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan juga tidak mendukung argumentasi teori ekonomi bahwa jika kurs rupiah terhadap dolar (\$) tinggi, atau nilai tukar rupiah meningkat terhadap dolar (\$), maka risiko sistematis akan naik.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kurs tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan risiko sistematis. Kurs dalam penelitian merepresentasikan sektor luar negeri, karena kurs terjadi akibat dari perbedaan inflasi di luar negeri dan di dalam negeri. Jika inflasi di luar negeri lebih tinggi dari inflasi di dalam negeri, maka kurs turun atau nilai rupiah naik terhadap dolar, dan sebaliknya kurs naik jika inflasi di luar negeri lebih rendah dari inflasi di dalam negeri.

Hasil pengujian hipotesis 7 ini memberikan implikasi manajerial bahwa pada saat kurs naik, maka risiko sistematis turun. Manajemen harus waspada terhadap perkembangan kurs, karena bagaimanapun juga kurs adalah variabel makroekonomi yang tidak dapat dikendalikan manajemen. Kenaikan kurs akan menjadi ancaman meningkatnya risiko pasar atau risiko sistematis, terutama pada perusahaan-perusahaan yang mengandalkan bahan baku impor dan pasar luar negeri.

4.2.3.1.8 Pembahasan Hipotesis Delapan (H_8)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedelapan (H_8), maka hipotesis 8 dinyatakan **diterima** pada *level of significant* kurang dari 10%. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,317 dan *sig-t* = 0,061 menunjukkan bahwa kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER) pada *level* 10%. Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa jika kurs naik, maka kinerja perusahaan menurun.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kurs dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan kinerja perusahaan pada *level of significant* kurang dari 10%. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian hipotesis sesuai perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori ekonomi, yaitu jika kurs naik, maka kinerja perusahaan menurun. Oleh karena itu, manajemen perlu untuk selalu mengikuti perkembangan pergerakan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, khususnya *US dollar* (\$), agar dapat mengantisipasi pergerakan tersebut dengan mengeluarkan kebijakan-kebijakan yang bersifat strategis.

Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik pada manajemen bahwa kenaikan kurs dapat menurunkan laba perusahaan, terutama pada perusahaan-perusahaan yang mengandalkan pasar luar negeri. Sedangkan untuk perusahaan-perusahaan yang mengandalkan pasar dalam negeri masih dapat mempertahankan stabilitas labanya. Perusahaan-perusahaan yang mengandalkan pasar luar negeri sebagian besar adalah perusahaan tekstil, sehingga perusahaan-perusahaan ini yang paling cepat dan paling parah terkena dampaknya pada terjadi penurunan nilai kurs domestik.

Hasil pengujian hipotesis 8 ini memberikan implikasi manajerial bahwa pada saat kurs turun, maka risiko kinerja perusahaan naik. Manajemen harus dapat memanfaatkan peluang pada saat menurunnya kurs untuk meningkatkan penjualan, dengan melakukan diversifikasi pasar baik di dalam maupun di luar negeri. Diversifikasi pasar penting untuk menjaga stabilitas penjualan, terutama saat menghadapi globalisasi ekonomi seperti saat sekarang ini. Ketergantungan pada sektor luar negeri, khususnya pada satu negara tertentu dapat menjadi ancaman bagi kelangsungan hidup perusahaan. Oleh karena itu, pasar dalam negeri penting, disamping diversifikasi pasar luar negeri untuk mengurangi ketergantungan pada sektor luar negeri.

4.2.3.1.9 Pembahasan Hipotesis Sembilan (H_9)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kesembilan (H_9), maka hipotesis 9 dinyatakan *ditolak*. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,116 dan *sig-*

$t = 0,460$ menunjukkan bahwa kurs berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa jika kurs naik, maka nilai perusahaan menurun.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kurs tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan, karena pengujian secara statistik tidak signifikan. Tidak berpengaruhnya perubahan kurs terhadap nilai perusahaan, karena perubahan kurs merupakan peristiwa jangka pendek, yang hanya akan direspon oleh para spekulan untuk mengejar keuntungan jangka pendek dengan mencari *spread* dari perubahan kurs. Sedangkan saham perusahaan dalam industri manufaktur di BEI sebagian besar (hampir 75%) dimiliki oleh investor jangka panjang (sebagai pemegang saham mayoritas), yang lebih mengutamakan keuntungan jangka panjang

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006 perubahan kurs tidak menyebabkan perubahan pada harga saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI. Tidak ada *signal* secara langsung yang ditangkap oleh para pelaku bursa terhadap perubahan kurs. Para pelaku bursa tidak melakukan *profit taking* dengan menjual saham mereka untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek.

Hasil pengujian hipotesis 9 ini memberikan implikasi manajerial bahwa kenaikan kurs tidak akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Manajemen dapat

menjadikan informasi ini sebagai media untuk meyakinkan kepada para pelaku bursa tentang kondisi internal perusahaan yang kondusif. Sesuai dengan semangat motivasi *signaling* dalam *agency theory*, bahwa manajemen diberi mandat dan kekuasaan untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan para pemegang saham, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham.

4.2.3.1.10 Pembahasan Hipotesis Sepuluh (H_{10})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kesepuluh (H_{10}), maka hipotesis 10 dinyatakan ***ditolak*** meskipun hasil uji statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 5%. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,058 dan *sig-t* = 0,020 menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis (RISKSIS). Hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* 5%, namun pengaruhnya adalah positif, sedangkan perkiraan sebelumnya adalah negative. Oleh karena itu, hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik, maka risiko sistematis menurun.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa pertumbuhan ekonomi tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan risiko sistematis. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian hipotesis tidak sesuai perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori ekonomi.

Pertumbuhan ekonomi merupakan variable *outcome* yang diukur dari nilai perubahan *Gross Domestic Product* atau GDP. *Gross Domestic Product* (GDP)

sebagai pengukur *output* barang dan jasa total suatu negara dan pendapatan totalnya menggambarkan tingkat kemakmuran di negara tersebut. Suatu negara dengan GDP per orang yang tinggi memiliki tingkat kemakmuran yang tinggi dibandingkan dengan negara yang GDP per orangnya rendah. Namun demikian, GDP yang tinggi tidak menjamin kebahagiaan seluruh penduduk suatu negara, tetapi mungkin merupakan resep kebahagiaan terbaik yang ditawarkan oleh para ahli makroekonomi (Mankiw, 2003).

Untuk meningkatkan GDP agar pertumbuhan ekonomi negara meningkat, pemerintah harus mengambil kebijakan yang dapat menekan inflasi, menurunkan tingkat bunga dan menekan kurs. Kebijakan tersebut akan menghidupkan sektor riil, yang merupakan sektor penentu GDP. Apabila sektor riil berkembang, maka konsumsi rumah tangga meningkat, investasi meningkat, pembelian pemerintah meningkat, dan ekspor neto juga meningkat. Kondisi seperti ini akan memacu pertumbuhan pasar modal menjadi lebih baik, sehingga harapan investor untuk mendapatkan *return* melalui investasi di pasar modal juga meningkat.

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh yang positif dan signifikan pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis. Artinya bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik, maka risiko sistematis juga naik. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi kepada manajemen tentang meningkatnya risiko sistimatis jika pertumbuhan ekonomi meningkat. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut: Jika pertumbuhan ekonomi meningkat, maka harapan atau ekspektasi investor untuk

mendapatkan *return* juga naik. Padahal hubungan antara tingkat pengembalian (*return*) dan risiko (*risk*) dalam teori CAPM adalah positif. Apabila investasi dengan *expected return* tinggi, maka *risk*-nya juga tinggi. Sedangkan risiko sistematis atau risiko pasar adalah bagian dari risiko (risiko total), sehingga jika *expected return* dari investor tinggi, maka *systematic risk* juga tinggi.

Penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik terhadap manajemen bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006, perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI mengalami peningkatan risiko sistematis pada saat pertumbuhan ekonomi meningkat. Oleh karena itu, implikasi manajerial dari temuan ini adalah bahwa manajemen harus dapat mempertahankan harga saham pada saat pertumbuhan ekonomi naik. Untuk mempertahankan harga saham, maka manajemen harus memberikan informasi yang akan direspon positif oleh para pelaku bursa, yaitu informasi tentang stabilitas laba perusahaan. Para pelaku bursa butuh kepastian tentang *expected return* mereka, dan dengan informasi tersebut para pelaku bursa memiliki keyakinan yang kuat akan didapatkannya *expected return* mereka di masa yang akan datang.

4.2.3.1.11 Pembahasan Hipotesis Sebelas (H_{11})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kesebelas (H_{11}), maka hipotesis 11 dinyatakan ***ditolak***. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,022 dan *sig-t* = 0,738 menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hasil pengujian ini tidak

sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik, maka kinerja perusahaan meningkat.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa pertumbuhan ekonomi tidak dapat digunakan untuk memprediksi maupun menjelaskan kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level* 5%. Tidak signifikannya pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan disebabkan karena pertumbuhan ekonomi merupakan *variable outcome* untuk perkiraan jangka panjang. Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empiris bagi manajemen, bahwa para pelaku bursa tidak peka terhadap pertumbuhan ekonomi.

Ketidak pekaan pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan tidak terlepas dari sifat para pelaku bursa di BEI yang lebih memperhatikan *return on asset (ROA)* daripada pertumbuhan ekonomi. Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa investasi mengharapkan *return*, karena dengan adanya *return* para pelaku bursa akan dapat meningkatkan kekayaan mereka.

Hasil pengujian hipotesis 11 memberikan implikasi manajerial bahwa pada saat pertumbuhan ekonomi naik, maka manajemen harus merespon dengan menjaga stabilitas penjualannya. Hal ini penting, karena naiknya pertumbuhan ekonomi menggambarkan daya beli masyarakat meningkat. Oleh karena itu, kenaikan pertumbuhan ekonomi dapat menjadi peluang untuk meningkatkan penjualan

perusahaan. Kondisi ini akan mendukung kebijakan *earning management* yang diterapkan perusahaan untuk menjaga stabilitas labanya.

4.2.3.1.12 Pembahasan Hipotesis Duabelas (H_{12})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis duabelas (H_{12}), maka hipotesis 12 dinyatakan ***ditolak***. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,058 dan *sig-t* = 0,336 menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik, maka nilai perusahaan juga naik.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa pertumbuhan ekonomi tidak dapat digunakan untuk memprediksi maupun menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level of significant* kurang dari 5%. Seperti halnya terhadap kinerja perusahaan, maka tidak signifikannya pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap nilai perusahaan disebabkan karena pertumbuhan ekonomi merupakan *variable outcome* untuk perkiraan jangka panjang. Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik terhadap manajemen, bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI selama periode 2004 sampai dengan 2006 tidak peka terhadap pertumbuhan ekonomi.

Hasil pengujian hipotesis 12 memberikan implikasi manajerial bahwa pihak manajemen harus merespon dengan menjaga stabilitas laba yang berkelanjutan. Oleh karena itu, kebijakan *earning management* dapat diterapkan untuk menjaga agar laba

terlihat stabil. Para pelaku bursa akan merespon secara positif terhadap perusahaan yang mampu mempertahankan stabilitas laba yang berkelanjutan

4.2.3.1.13 Pembahasan Hipotesis Tigabelas (H_{13})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketigabelas (H_{13}), maka hipotesis 13 dinyatakan **diterima** pada *level of significant* kurang dari 5%. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,387 dan *sig-t* = 0,021 menunjukkan bahwa risiko sistematis berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa jika risiko sistematis naik, maka kinerja perusahaan turun.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa risiko sistematis dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 5%. Meningkatnya risiko sistematis tidak dapat dipisahkan dengan perkembangan ekonomi. Perkembangan ekonomi yang baik dapat menurunkan risiko sistematis, karena harga pasar saham cenderung stabil. Perkembangan ekonomi yang baik juga dapat meningkatkan kinerja perusahaan, karena sektor riil berkembang. Akibatnya perusahaan-perusahaan dapat menjalankan aktivitasnya secara normal, sehingga dapat meraih laba dari operasinya.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006, return on asset (ROA) perusahaan-

perusahaan industri manufaktur yang *listed* di BEI dipengaruhi secara negative oleh *beta* sahamnya. Jadi, semakin tinggi risiko sistematis, semakin rendah kinerja perusahaan. Hal ini terjadi karena kenaikan *beta* saham disebabkan oleh memburuknya kondisi ekonomi, khususnya tingkat bunga. Tingkat bunga dari sisi perusahaan dipandang sebagai suatu biaya, sehingga jika suku bunga naik, risiko sistematis naik.

Hasil penelitian ini juga mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa jika tingkat suku bunga naik, maka aktivitas ekonomi di sektor riil. Menurunnya aktivitas ekonomi di sektor riil membuat risiko sistematis meningkat, dan dengan meningkatnya risiko sistematis, maka *return on asset (ROA)* akan menurun.

Hasil pengujian hipotesis 13 memberikan implikasi manajerial bahwa bagi manajemen penting untuk terus mengikuti perkembangan kondisi ekonomi, khususnya tingkat bunga. Manajemen harus mengantisipasi perubahan kondisi ekonomi tersebut melalui kebijakan perusahaan, misalkan kebijakan pendanaan. Melalui kebijakan pendanaan, khususnya pengendalian dalam penggunaan utang manajemen dapat menekan beban tetap. Oleh karena itu, kewajiban kepada pihak ke tiga berkurang, akibatnya biaya operasi turun, dan laba operasi meningkat.

4.2.3.1.14 Pembahasan Hipotesis Empatbelas (H_{14})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis keempatbelas (H_{14}), maka hipotesis 14 dinyatakan *ditolak*. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,049 dan *sig-t* = 0,755 menunjukkan bahwa risiko sistematis berpengaruh positif tetapi tidak

signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi, bahwa jika risiko sistematis naik, maka nilai perusahaan turun.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa risiko sistematis tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena dari hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level of significant* kurang dari 5%. Tidak signifikkannya pengaruh risikos sistematis terhadap nilai perusahaan disebabkan karena tidak ada *signal* yang ditangkap oleh para pelaku bursa terhadap risiko sistematis.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik kepada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006, *beta* saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI tidak mempengaruhi harga pasar saham. Implikasi manajerial hasil penelitian ini adalah bahwa manajemen harus mempertahankan stabilitas laba yang berkelanjutan. Hal ini disebabkan karena para pelaku bursa lebih memperhatikan laba yang berkelanjutan untuk menambah kekayaan mereka daripada risiko sistematis.

4.2.3.1.15 Pembahasan Hipotesis Limabelas (H_{15})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kelimabelas (H_{15}), maka hipotesis 15 dinyatakan **diterima** pada *level of significant* kurang dari 1%. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,396 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER).

Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori *signaling* bahwa jika kinerja perusahaan naik, maka nilai perusahaan juga akan naik.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kinerja perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena dari hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 1%. Hasil ini juga mendukung asumsi bahwa jika laporan laba yang dipublikasikan manajemen membawa keinformasian mengenai laba perusahaan (ROA), maka pasar akan bereaksi positif.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006, para pelaku bursa di BEI menggunakan informasi laporan laba (ROA) sebagai *value basic* dalam mengambil keputusan investasinya. Penggunaan *value basic* oleh investor ditunjukkan oleh respon positif meningkatnya harga pasar saham di BEI, sehingga dengan naiknya harga pasar saham, maka nilai perusahaan meningkat. Implikasi manajerial dari hasil penelitian ini adalah bahwa manajemen harus meningkatkan kinerja perusahaan melalui kebijakan *earning management*, agar laba terlihat stabil.

4.2.3.2 Pembahasan Pengujian Hipotesis Model Empiris 2

Seperti telah dijelaskan di atas, bahwa model empirik 2 terdiri dari 2 kelompok dengan 7 hipotesis. Kelompok *pertama*, adalah hipotesis mengenai variable-variabel yang diprediksikan mempengaruhi kinerja perusahaan (KINPER),

terdiri dari 3 hipotesis. Kelompok *kedua*, adalah hipotesis mengenai variable-variabel yang diprediksikan mempengaruhi nilai perusahaan (NILPER), terdiri dari 4 hipotesis.

4.2.3.2.1 Pembahasan Hipotesis 16 (H_{16})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis keenambelas (H_{16}), maka hipotesis 16 dinyatakan ***ditolak*** karena meskipun uji statistik menunjukkan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1%. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,755 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *capital structure theory*, khususnya *trade-off theory* atau *balanching theory*.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa penggunaan hutang atau *leverage* keuangan tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena meskipun hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 1%, namun dengan arah yang berbeda.

Di dalam teori struktur modal penggunaan hutang akan meningkatkan kinerja perusahaan jika *rate of return* dari penggunaan hutang tersebut lebih tinggi dari biaya bunga hutangnya. Jika dilihat dari deskripsi data *leverage* keuangan, maka nilai mode dari *leverage* keuangan sebesar 0,380 lebih kecil dari nilai *mean*-nya sebesar 0,575. Hal ini berarti penggunaan hutang dari sebagian besar perusahaan

manufaktur masih dibawah standar industri. Oleh karena itu, sesuai dengan argumentasi dari *trade-off theory*, maka penggunaan hutang atau *leverage* keuangan belum maksimal, sehingga masih dapat ditingkatkan.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006 sebagian besar perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI belum menghasilkan laba secara maksimal. Artinya bahwa *rate of return* yang dihasilkan masih lebih rendah dari biaya bunganya. Jika demikian, maka penggunaan hutang atau *leverage* keuangan akan menurunkan kinerja perusahaan, sehingga masih ada peluang bagi manajemen untuk meningkatkan *rate of return* dari kegiatan operasinya. Hasil penelitian ini mendukung argumentasi dari *trade-off theory* bahwa menggunakan hutang yang maksimal atau sampai batas tertentu dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis 16 ini memberikan implikasi manajerial bahwa manajemen harus memaksimalkan laba operasi. Maksimalisasi laba operasi dapat dilakukan dengan meningkatkan nilai penjualan melalui kebijakan intensifikasi dan diversifikasi pasar. Jangan sampai *rate of return* yang dihasilkan lebih rendah dari biaya bunga dari penggunaan utang. Sesuai dengan *trade-off theory* manajer harus menentukan jumlah struktur modal yang maksimal bagi perusahaannya. Penentuan struktur modal ini penting, menyangkut dua hal; (1) mengetahui tingkat risiko atau solvabilitas perusahaan, dan (2) mengetahui batas maksimal penggunaan hutang.

4.2.3.2.2 Pembahasan Hipotesis 17 (H₁₇)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketujuhbelas (H₁₇), maka hipotesis 17 dinyatakan **diterima**. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,725 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *capital structure theory* dari Modigliani dan Miller (1963), bahwa dalam pasar modal yang sempurna dan ada pajak, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang lebih tinggi dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan argumentasi *trade-off theory*, yang menyatakan bahwa sebelum mencapai struktur modal yang maksimal, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa penggunaan hutang atau *leverage* keuangan dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* kurang dari 1%. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, akan tetapi pengaruh ini tidak linier melainkan ada batas maksimalnya. Sesuai dengan *trade-off theory* bahwa penggunaan hutang ada ambang batasnya, jika penggunaan hutang melebihi ambang batas, maka biaya kebangkrutan menjadi tinggi. Akibatnya nilai tambah karena manfaat perlindungan pajak dari hutang lebih rendah dari biaya kebangkrutan, sehingga tambahan hutang akan berakibat pada penurunan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai 2006 perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI dan menggunakan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penggunaan hutang ditangkap sebagai *signal* positif oleh para pelaku bursa sebagai adanya mekanisme pengawasan dari pihak ke tiga terhadap manajemen. Apalagi dari hasil pengujian sebelumnya penggunaan hutang belum sampai pada batas maksimal, sehingga masih dapat ditingkatkan untuk memenuhi harapan para pemilik saham. Penggunaan hutang menekan perilaku oportunistik manajer, sesuai dengan argumentasi *free cash flow theory*, terutama pada perusahaan-perusahaan yang aliran kasnya tinggi.

Hasil pengujian hipotesis 17 ini memberikan implikasi manajerial, bahwa manajemen harus mengelola hutang dengan baik dan benar. Pengelolaan hutang dapat dilakukan dengan menerapkan konsep kebijakan pendanaan melalui struktur modal yang maksimal. Hasil penelitian ini di samping mendukung argumentasi *structure capital theory* dari Modigliani dan Miller (1963), juga sesuai dengan argumentasi *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976). Hasil ini mendukung asumsi bahwa sebagai agen, manajer diberi kepercayaan untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran para pemilik saham.

4.2.3.2.3 Pembahasan Hipotesis 18 (H₁₈)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedelapanbelas (H₁₈), maka hipotesis 18 dinyatakan *ditolak*. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,008 dan *sig-t* = 0,835 menunjukkan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori investasi, bahwa pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) dimaksudkan untuk meningkatkan usaha dan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa *capital expenditure* tidak dapat digunakan untuk memprediksikan dan menjelaskan kinerja perusahaan karena pengaruhnya kecil, sehingga tidak signifikan. Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006 pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI tidak mempunyai dampak yang berarti terhadap kinerja perusahaan. Hal yang sama juga terjadi di Bangladesh, dari hasil penelitian Al Farouque, *et al* (2005), menemukan bahwa secara statistik investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap ROA. Jadi, dalam jangka pendek sesuai dengan argumentasi teori investasi, pengeluaran biaya modal pengaruhnya kecil, sehingga tidak signifikan. Pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) baru akan nampak pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan setelah beberapa tahun kemudian, jadi dalam jangka panjang.

Implikasi manajerial dari hasil pengujian hipotesis 18 ini adalah bahwa *capital expenditure* sebagai pengeluaran modal jangka panjang tidak memberikan efek yang segera terhadap kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena penghasilan yang diperoleh dari pengeluaran biaya modal adalah merupakan *future income*, yaitu penghasilan yang baru akan diperoleh pada beberapa tahun kemudian. Oleh karena itu, hasilnya yang secara positif baru dapat diperoleh setelah beberapa tahun ke depan. Hasil ini sesuai dengan konsep aliran kas dalam investasi, bahwa pada tahun-tahun awal investasi aliran kas masih negative, karena biaya yang dikeluarkan lebih besar dari pendapatannya. Akibatnya akumulasi pendapatan perusahaan menjadi menurun, sehingga untuk menjaga keseimbangan pendapatan jangka pendek dan jangka panjang, maka manajemen perlu mencari terobosan kebijakan investasi jangka pendek yang segera mendapatkan hasil.

4.2.3.2.4 Pembahasan Hipotesis 19 (H₁₉)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kesembilanbelas (H₁₉), maka hipotesis 19 dinyatakan ***ditolak***. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* - 0,016 dan *sig-t* = 0,760 menunjukkan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori investasi, bahwa pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) dimaksudkan untuk meningkatkan usaha dan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa *capital expenditure* tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level of signifcat* 5%. Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006, pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEI pada umumnya pengaruhnya kecil terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak signifikan. Kebijakan manajemen untuk mengeluarkan biaya modal sebagai upaya peningkatan usaha belum direspon positif oleh para pelaku bursa. Jadi, para pelaku bursa masih menunggu dampak dari kebijakan tersebut terhadap aliran kas perusahaan. Akibatnya mereka masih menahan diri untuk tidak melakukan transaksi perdagangan saham. Apalagi laba perusahaan pada saat ini umumnya masih cukup aman, sehingga mereka masih bisa mengharapkan *return* dari dividen, dan akibatnya pengaruhnya kecil terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Implikasi manajerial dari hasil pengujian hipotesis 19 ini adalah bahwa pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) tidak dapat dirasakan pengaruhnya dalam jangka pendek. Pengeluaran biaya modal merupakan investasi jangka panjang, sehingga pengaruhnya baru dapat dirasakan setelah beberapa tahun kemudian. Meskipun demikian, hasil pengujian dengan nilai koefisien negative (-0,001) mengindikasikan bahwa dalam jangka pendek kenaikan pendapatan perusahaan belum dapat menutup kenaikan biayanya. Oleh karena itu, manajemen harus

menyajikan pelaporan laba yang stabil, melalui kebijakan *earning management*, sebagai informasi bagi para pelaku bursa.

4.2.3.2.5 Pembahasan Hipotesis 20 (H₂₀)

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedua puluh (H₂₀), maka hipotesis 20 dinyatakan ***diterima***. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,160 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *agency theory*, bahwa insentif manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa insentif manajer dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* 1%. Hasil penelitian ini juga memberikan pemahaman empirik bagi manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006, perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI yang pernah membagi bonus saham kepada manajer kinerjanya lebih baik. Pengaruh pemberian bonus saham sangat berarti (signifikan) terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini menguatkan *agency theory* (Jensen dan Meckling 1976), bahwa sebagai agen manajer diberi mandat kekuasaan untuk menjalankan perusahaan sepenuhnya. Agar manajer mau bekerja dengan baik, maka manajer diberi kompensasi berupa gaji maupun bonus diluar gaji, seperti bonus saham.

Implikasi manajerial dari hasil pengujian hipotesis 20 ini adalah bahwa pembagian bonus saham kepada manajer yang dilakukan perusahaan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Hasil ini mendukung argumentasi *agency theory*, bahwa untuk menekan perilaku oportunistik manajer, maka manajer diberi kompensasi berupa bonus saham. Pemberian bonus saham kepada manajer akan mengikat manajer sebagai pemilik (*insider ownership*), konsekuensinya manajer ikut bertanggung jawab atas keputusan yang dibuatnya sendiri. Jadi, manajer akan membuat keputusan yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan risiko yang telah diperhitungkan bagi dirinya. Oleh karena itu, manajemen harus mempertahankan kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer agar kinerja perusahaan meningkat.

4.2.3.2.6 Pembahasan Hipotesis 21 (H_{21})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis keduapuluhsatu (H_{21}), maka hipotesis 21 dinyatakan ***ditolak***. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* -0,051 dan *sig-t* = 0,355 menunjukkan bahwa insentif manajer berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi *agency theory*, bahwa insentif manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa insentif manajer tidak dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level of*

significant 5%. Hasil pengujian ini juga memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006, pemberian bonus saham yang pernah dilakukan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Padahal pemberian bonus saham berpengaruh terhadap laba perusahaan (ROA), seperti pada pembuktian hipotesis 20. Oleh karena itu, berarti pemberian bonus saham tidak direspon sebagai informasi yang positif oleh para pelaku bursa, sehingga berpengaruhnya terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh tidak langsung, yaitu melalui kinerja perusahaan.

Implikasi manajerial dari hasil pengujian hipotesis 21 ini adalah bahwa insentif manajer pengaruhnya kecil terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak signifikan. Pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh tidak langsung, yaitu melalui kinerja perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan berperan sebagai mediasi yang menghubungkan pengaruh insentif manajer dengan nilai perusahaan. Kenaikan nilai perusahaan berkaitan dengan kenaikan harga pasar saham, artinya para pelaku bursa sebagai penentu terhadap kenaikan harga pasar saham tersebut. Para pelaku bursa kurang merespon informasi tentang adanya bonus saham bagi para manajer. Respon oleh para pelaku bursa lebih banyak ditentukan oleh seberapa besar harapan mereka untuk mendapatkan *return* dari investasinya. Harapan ini tercermin dari besarnya laba yang dihasilkan perusahaan, jadi jika laba yang dihasilkan tinggi, maka para pelaku bursa bersedia membayar saham perusahaan dengan harga yang lebih tinggi. Akibatnya harga pasar saham naik, dan

naiknya harga pasar saham berarti naik pula nilai perusahaan. Oleh karena itu, yang harus dilakukan oleh manajemen adalah meningkatkan atau mempertahankan laba yang tinggi untuk menarik para pelaku bursa.

4.2.3.2.7 Pembahasan Hipotesis 22 (H_{22})

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedua puluh dua (H_{22}), maka hipotesis 22 dinyatakan *diterima*. Hasil pengujian secara statistik nilai koefisien *beta* 0,427 dan *sig-t* = 0,000 menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (NILPER). Hasil pengujian ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya, dan argumentasi *signaling theory*, bahwa kinerja perusahaan dapat sebagai *signal* adanya *return* dari investasinya. Ekspektasi adanya *return* ini direspon positif oleh para pelaku bursa sehingga nilai perusahaan meningkat.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi bahwa kinerja perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi dan menjelaskan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena dari hasil pengujian secara statistik signifikan pada *level of significant* 1%. Hasil penelitian ini memberikan pemahaman empirik pada manajemen, bahwa selama periode 2004 sampai dengan 2006, ROA pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI direspon positif oleh para pelaku bursa. Implikasi manajerial dari hasil pengujian hipotesis 22 ini adalah bahwa laba perusahaan harus ditingkatkan atau dijaga stabilitasnya melalui kerja keras manajer dalam mengelola aktiva perusahaan.

4.2.4 Pembahasan Hasil Pengujian Mediasi

Seperti telah dijelaskan dalam Bab ini juga, bahwa pengujian mediasi dilakukan terhadap variable *intervening* pada model empirik 1 dan model empirik 2. Secara terperinci pembahasan terhadap hasil pengujian mediasi pada model empirik 1 dan model empirik 2 dilakukan seperti berikut.

4.2.4.1 Pembahasan Hasil Pengujian Mediasi Model Empirik 1

Pada model empirik 1 terdapat dua variable *intervening*, yaitu risiko sistematis dan kinerja perusahaan. Risiko sistematis sebagai variable *intervening* dari variable-variabel faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan sebagai variable *intervening* dari variable-variabel faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan (insentif manajer dan *leverage* keuangan) dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

4.2.4.1.1 Risiko Sistematis Terhadap Kinerja Perusahaan

Hasil pengujian secara statistik terhadap variable risiko sistematis sebagai variable *intervening* dari variable-variabel makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) dalam mempengaruhi kinerja perusahaan, menunjukkan sebagai berikut:

- (1) Inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis, namun berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

- (2) Tingkat bunga berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (3) Kurs berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan.
- (4) Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis, namun berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- (5) Risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka dapat dijelaskan hal-hal sebagai berikut:

Pertama, inflasi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis, dan risiko sistematis berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa secara statistik pengaruh inflasi terhadap kinerja perusahaan merupakan pengaruh tidak langsung. Pengaruh ini dimediasi oleh risiko sistematis, namun pengaruh tersebut tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi dan pertkiraan sebelumnya. Jadi dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis tidak berperan sebagai variabel yang memediasi pengaruh inflasi terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, tidak terjadi pengaruh berjenjang antara inflasi, risiko sistematis, dan kinerja perusahaan.

Kedua, tingkat bunga berpengaruh positif terhadap risiko sistematis, dan risiko sistematis berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja

perusahaan dapat merupakan pengaruh langsung dan tidak langsung. Pengaruh ini dimediasi oleh risiko sistematis, sehingga dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis memediasi pengaruh tingkat bunga dengan kinerja perusahaan. Hasil analisis jalur melalui pengujian efek mediasi tidak dilakukan karena pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan ditolak, sehingga konsep mediasi tidak terpenuhi. Jadi, bahwa pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan dimediasi atau melalui risiko sistematis.

Pengaruh tingkat bunga terhadap risiko sistematis positif, demikian juga pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan merupakan pengaruh yang positif. Sedangkan pengaruh risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan merupakan pengaruh yang negative. Artinya, bahwa jika tingkat bunga naik, maka risiko sistematis juga naik, dan naiknya risiko sistematis membuat kinerja perusahaan menurun.

Ketiga, kurs berpengaruh negatif dan terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan, demikian juga risiko sistematis berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh kurs terhadap kinerja perusahaan merupakan pengaruh langsung, karena pengaruh kurs terhadap risiko sistematis ditolak. Oleh karena itu, risiko sistematis tidak berperan sebagai variabel mediasi antara kurs dengan kinerja perusahaan. Hasil uji efek mediasi tidak dilakukan karena konsep mediasinya tidak terpenuhi.

Pengaruh kurs dengan risiko sistematis merupakan hubungan yang negative, pengaruh yang sama juga terjadi dengan kinerja perusahaan. Demikian juga pengaruh risiko sistematis terhadap kinerja perusahaan juga merupakan pengaruh yang negatif. Artinya bahwa jika kurs naik, maka risiko sistematis turun, dan jika risiko sistematis turun, maka kinerja perusahaan meningkat. Pada jenjang pertama, hasil ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya, dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi. Sedangkan pada jenjang kedua, sesuai dengan perkiraan sebelumnya, dan mendukung argumentasi teori ekonomi.

Keempat, pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis dan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Demikian juga risiko sistematis berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan. Hasil analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan hasil pengujian tersebut tidak memenuhi konsep mediasi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis tidak berperan sebagai variabel mediasi, antara pertumbuhan ekonomi dengan kinerja perusahaan.

Pengaruh pertumbuhan ekonomi dengan risiko sistematis tersebut, merupakan pengaruh yang positif, sedangkan dengan kinerja perusahaan merupakan hubungan yang negative. Pengaruh antara risiko sistematis dengan kinerja perusahaan merupakan pengaruh yang negative. Artinya bahwa jika pertumbuhan ekonomi naik, maka risiko sistematis juga naik, dan jika risiko sistematis naik, maka kinerja perusahaan menurun. Pada jenjang pertama tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya, dan tidak mendukung argumentasi teori ekonomi. Sedangkan pada

jenjang kedua sesuai dengan perkiraan sebelumnya, dan mendukung argumentasi teori ekonomi.

4.2.4.1.2 Kinerja Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian secara statistik terhadap variable kinerja perusahaan sebagai variable *intervening* dari variable-variabel makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) dan risiko sistematis terhadap nilai perusahaan, seperti yang telah dilakukan sebelumnya menunjukkan hal-hal sebagai berikut:

- (1) Inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis, namun berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- (2) Tingkat bunga berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- (3) Kurs berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan, namun berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
- (4) Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis, namun berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- (5) Risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan, namun berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
- (6) Kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka dapat dijelaskan hal-hal sebagai berikut:

Pertama, inflasi berpengaruh negative signifikan terhadap risiko sistematis, berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Selanjutnya, risiko sistematis berpengaruh negative signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka sesuai analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh inflasi terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan tidak dimediasi oleh risiko sistematis. Sedangkan pengaruh risiko sistematis terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh kinerja perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis dan kinerja perusahaan bukan sebagai variabel *intervening* dari inflasi dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* dari inflasi dan risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengaruh berjenjang dari inflasi, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut: Jenjang *pertama*, inflasi berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis. Jenjang *kedua*, risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Jenjang *ketiga*, kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kedua, tingkat bunga berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan, serta berpengaruh negative tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Risiko sistematis berpengaruh negative signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut di atas dan sesuai analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan dimediasi oleh risiko sistematis. Sedangkan pengaruh tingkat bunga terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh berjenjang. Jadi, risiko sistematis berperan sebagai variabel *intervening* dari tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan, akan tetapi tidak berperan sebagai variabel *intervening* dari tingkat bunga dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Kinerja perusahaan juga bukan berperan sebagai variabel *intervening* dari tingkat bunga dalam mempengaruhi nilai perusahaan, namun berperan sebagai variabel *intervening* dari risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, dalam model ini terjadi pengaruh berjenjang antara tingkat bunga, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

Pengaruh berjenjang dari tingkat bunga, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut: Jenjang *pertama*, tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Jenjang *kedua*, risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja

perusahaan, sedangkan tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Jenjang *ketiga*, kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Ketiga, kurs berpengaruh negative signifikan terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan, akan tetapi berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Risiko sistematis berpengaruh negative signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut di atas dan sesuai analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh kurs terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan tidak dimediasi oleh risiko sistematis, sehingga risiko sistematis tidak berperan sebagai variabel *intervening* dari kurs terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Sedangkan pengaruh kurs dan risiko sistematis terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh tidak langsung, yaitu dimediasi oleh kinerja perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh kurs dan risiko sistematis terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, dalam model ini terjadi pengaruh berjenjang antara kurs, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

Pengaruh berjenjang dari kurs, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut: Jenjang *pertama*, kurs berpengaruh negative dan signifikan terhadap risiko sistematis. Jenjang *kedua*, risiko sistematis

berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Jenjang *ketiga*, kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keempat, pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis, dan berpengaruh negative tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Risiko sistematis berpengaruh negative signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut di atas dan sesuai analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan tidak dimediasi oleh risiko sistematis, sehingga risiko sistematis tidak berperan sebagai variabel *intervening* dari pertumbuhan ekonomi dalam mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Demikian juga kinerja perusahaan tidak berperan sebagai variabel *intervening* dari pertumbuhan ekonomi dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Akan tetapi kinerja perusahaan menghubungkan risiko sistematis dengan nilai perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Oleh karena itu, dalam model ini terjadi pengaruh berjenjang antara pertumbuhan ekonomi, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

Pengaruh berjenjang dari pertumbuhan ekonomi, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut: Jenjang *pertama*,

pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Jenjang *kedua*, risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Jenjang *ketiga*, kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

4.2.4.2 Pembahasan Hasil Pengujian Mediasi Model Empirik 2

Pada model empirik 2 terdapat satu variable *intervening*, yaitu kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan dalam model empirik 2 ini sebagai variable *intervening* dari variable-variabel kebijakan perusahaan (insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan) dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Hasil pengujian secara statistik terhadap variable kinerja perusahaan sebagai variable *intervening* dari variable-variabel kebijakan perusahaan (insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan) seperti yang telah dilakukan dalam Bab ini menunjukkan hasil sebagai berikut:

- (1) Insentif manajer berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
- (2) *Capital expenditure* berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.
- (3) *Leverage* keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
- (4) Kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka dapat dijelaskan hal-hal sebagai berikut:

Pertama, insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh tidak langsung. Pengaruh ini dimediasi oleh kinerja perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, dalam model ini terjadi proses pengaruh berjenjang antara insentif manajer, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini secara tidak langsung mendukung argumentasi *agency theory*, yang menyatakan bahwa pemberian bonus saham kepada manajer dapat mengendalikan oportunistik manajer karena manajer menjadi bagian dari pemilik (Jensen and Meckling, 1976). Oleh karena itu, pemberian bonus saham sebagai insentif manajer akan meningkatkan nilai perusahaan. Perbedaannya dengan hasil penelitian ini adalah bahwa hasil penelitian ini menemukan *signal* tidak langsung (*indirect signaling*) pengaruh pemberian bonus saham kepada manajer terhadap nilai perusahaan. Jadi, pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh berjenjang, sesuai *signaling theory* merupakan *signal* tidak langsung (*indirect signaling*).

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka dalam model ini terjadi pengaruh berjenjang yang berawal dari kebijakan perusahaan dalam memberikan insentif manajer, selanjutnya pemberian insentif kepada manajer berupa bonus saham berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan, dan peningkatan kinerja perusahaan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Agar nilai perusahaan meningkat, maka para pemilik saham harus mendorong kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer melalui kebijakan pendistribusian laba. Hal ini penting, karena disamping meningkatkan kinerja perusahaan, kebijakan ini juga dapat menekan perilaku oportunistik manajer.

Meningkatnya kinerja perusahaan menunjukkan *signal* positif adanya *return* bagi para pemegang saham, sehingga para pelaku bursa tertarik untuk melakukan investasi. Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka kinerja perusahaan berperan sangat penting sebagai variabel mediasi yang akan menentukan besarnya nilai perusahaan.

Kedua, capital expenditure berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hasil analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh antara *capital expenditure* dengan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan tidak signifikan, sehingga kecil pengaruhnya dalam menentukan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Oleh karena itu, tidak ada mediasi dalam hubungan ini, sehingga dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan tidak memediasi pengaruh *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti dalam model

ini tidak terjadi pengaruh berjenjang yang dari *capital expenditure*, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

Pengaruh *capital expenditure* terhadap kinerja perusahaan merupakan pengaruh yang negatif, demikian juga pengaruh antara *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan juga merupakan pengaruh yang negatif. Pengaruh tersebut tidak signifikan, ini dapat dipahami karena *capital expenditure* adalah merupakan pengeluaran modal untuk kepentingan jangka panjang. Jadi, hasilnya baru dapat memberikan kontribusi yang positif setelah beberapa tahun kemudian. *Capital expenditure* juga bagian dari investasi jangka panjang, sifat aliran kas dari investasi adalah pada awal-awal periode *cash outflow*-nya lebih besar dari *cash inflow*-nya. Jadi, *net cash flow*-nya negative, sehingga pada awal-awal periode pengaruhnya menjadi negative.

Ketiga, *Leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hasil analisis jalur (*path analysis*) menunjukkan bahwa pengaruh *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh langsung. Pengaruh *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan tidak dimediasi oleh kinerja perusahaan, karena pengaruh *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan ditolak, tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Jadi, dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan tidak memediasi *leverage* keuangan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Namun demikian, secara

statistik dalam model ini terjadi pengaruh berjenjang antara *leverage* keuangan, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

Pengaruh *leverage* keuangan terhadap kinerja perusahaan merupakan pengaruh yang negatif, sedangkan pengaruh *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh yang positif. Demikian juga pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan merupakan pengaruh yang positif. Artinya bahwa jika *leverage* keuangan naik, maka kinerja perusahaan turun, dan apabila kinerja perusahaan turun, maka nilai perusahaan juga akan turun. Hasil ini pada jenjang *pertama* tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya, namun mendukung argumentasi teori struktur modal, khususnya *trade-off theory*. Sedangkan pada jenjang *kedua*, hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan mendukung argumentasi teori struktur modal, khususnya *trade-off theory*.

4.2.5 Ringkasan Hasil Temuan

Sebelum menjelaskan secara ringkas temuan dari hasil analisis yang telah dilakukan, maka terlebih dahulu dijelaskan beberapa hal tentang teori yang digunakan dalam penelitian ini. Sesuai dengan konsep teori ekonomi, bahwa perubahan makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) akan berpengaruh terhadap investasi riil. Inflasi, tingkat bunga, dan kurs berdasarkan argumentasi teori ekonomi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Sedangkan pertumbuhan ekonomi sesuai dengan

argumentasi teori ekonomi berpengaruh negative terhadap risiko sistematis, dan berpengaruh positif terhadap kinerja dan nilai perusahaan.

Brigham dan Houston (1998), menyatakan bahwa hampir setengah dari risiko yang melekat dalam rata-rata saham individu dapat dieliminasi jika saham itu dimiliki dalam portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Akan tetapi, beberapa risiko tetap ada, sehingga tidak mungkin untuk mendiversifikasi pengaruh pergerakan pasar saham yang mempengaruhi hampir semua saham. Bagian risiko yang tidak dapat dieliminasi disebut risiko pasar atau risiko sistematis (*systematic risk*), sedangkan yang dapat dieliminasi disebut risiko yang dapat didiversifikasi atau risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*).

Fokus penelitian pada risiko pasar atau risiko sistematis, yaitu risiko yang berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan, seperti; inflasi, tingkat suku bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi, perang, dan resesi (Brigham dan Houston, 1998). Risiko sistematis diukur dari koefisien *beta* saham, karena koefisien *beta* saham mencerminkan saham untuk bergerak naik atau turun dalam pasar. Dimana koefisien *beta* saham ini merupakan unsur kunci dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Inflasi, tingkat bunga, dan kurs adalah indikator-indikator dari makroekonomi yang dapat menggerakkan sektor riil. Inflasi, tingkat bunga, dan kurs bergerak searah, yaitu jika inflasi tinggi, maka tingkat bunga dan kurs juga naik. Naiknya inflasi, tingkat bunga, dan kurs akan membuat sektor riil bergerak lambat

atau menurun. Kondisi ini akan berpengaruh terhadap kinerja pasar modal, karena sektor riil bergerak lambat, maka harga saham menjadi tidak menentu. Akibatnya, volatilitas harga saham meningkat, dan meningkatnya volatilitas harga saham akan mengakibatkan meningkatnya risiko sistematis.

Berbeda dengan inflasi, tingkat bunga, dan kurs, maka pertumbuhan ekonomi sebagai salah satu unsur dari indikator makroekonomi memiliki pengaruh yang berbeda. Pertumbuhan ekonomi akan bergerak searah dengan pergerakan sektor riil, yaitu jika pertumbuhan ekonomi tinggi, maka sektor riil akan bergerak meningkat atau naik. Naiknya kegiatan sektor riil dapat membuat aktivitas di pasar modal meningkat, dan pergerakan harga saham menjadi lebih pasti, sehingga risiko sistematis menurun.

Risiko sistematis seperti telah dijelaskan sebelumnya adalah menggambarkan kecenderungan saham untuk bergerak naik atau turun. Besarnya pergerakan ini menunjukkan besarnya risiko yang dihadapi investor, jika risiko sistematis tinggi, maka risiko yang dihadapi investor juga tinggi. Oleh karena itu, sesuai dengan konsep *CAPM*, maka investor akan menuntut premi risiko yang tinggi, akibatnya *expected return* investor menjadi tinggi. Namun disisi lain, meningkatnya risiko sistematis sebagai akibat dari menurunnya kegiatan di sektor riil akan membuat kinerja perusahaan semakin berat. Kondisi ini dapat menurunkan laba perusahaan, yang disebabkan karena menurunnya pendapatan perusahaan. Akibatnya kinerja perusahaan menurun, dan menurunnya kinerja perusahaan (*ROA*) akan direspon

investor sebagai *signal* menurunnya *return* berupa dividen bagi para pemegang saham. Sesuai dengan *signaling theory*, maka penurunan dividen akan direspon negative oleh investor, sehingga akan menurunkan harga pasar saham yang merupakan representasi dari nilai perusahaan.

Sama halnya dengan risiko sistematis, maka inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi juga akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Inflasi, tingkat bunga, dan kurs akan berpengaruh negative terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, sedangkan pertumbuhan ekonomi akan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Sesuai dengan argumentasi teori investasi, bahwa jika inflasi, tingkat bunga, dan kurs tinggi, maka biaya operasi perusahaan akan naik. Naiknya biaya operasi tidak diimbangi dengan kenaikan pendapatan perusahaan, akibatnya laba perusahaan menurun. Penurunan laba perusahaan sebagai representasi dari kinerja perusahaan akan direspon negative oleh investor. Sesuai dengan semangat *signaling*, investor akan menangkap tidak adanya *return* berupa dividen dari investasinya. Akibat dari respon negative oleh investor, maka harga pasar saham perusahaan akan turun, dan turunnya harga pasar saham perusahaan berarti turun pula nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, yang sebenarnya merupakan penjelasan dari model empirik 1, maka hasil-hasil ringkasan temuan penelitian dapat dijelaskan seperti berikut.

Pertama, bahwa indikator-indikator fundamental makroekonomi; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi secara signifikan berpengaruh terhadap risiko sistematis. Akan tetapi pengaruh tersebut, tidak semuanya sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan argumentasi teori ekonomi.

Inflasi dan kurs, secara signifikan berpengaruh negative terhadap risiko sistematis. Hasil ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak sesuai pula dengan argumentasi teori ekonomi. Ketidak sesuaian ini disebabkan karena: (1) kepemilikan saham-saham industri manufaktur di BEI mengelompok, yaitu hampir 75% saham perusahaan dikuasai oleh *insider* yang merupakan investor jangka panjang, dan hanya sekitar 25% yang dikuasai publik, (2) perubahan inflasi dan kurs sifatnya sementara atau jangka pendek, sehingga bagi investor jangka panjang kurang berpengaruh, (3) perusahaan masih mendapatkan *return* meskipun inflasi dan kurs naik, sehingga ekspektasi investor tetap tinggi untuk mendapatkan *dividend yield* dari investasinya. Hal ini membuat para pelaku bursa tidak begitu terpengaruh dengan adanya perubahan inflasi dan perubahan kurs.

Tingkat bunga, secara signifikan berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan sesuai juga dengan argumentasi teori investasi. Jika tingkat bunga naik, maka *marginal cost of capital* juga naik, dan hal ini menyebabkan biaya operasi perusahaan naik, kegiatan investasi di sektor riil khususnya menjadi penuh dengan ketidak pastian. Ketidak pastian ini yang membuat investasi menjadi lebih berisiko, dan kondisi ini dialami oleh seluruh

perusahaan dalam industri. Akibat ketidakpastian ini, pasar direspon negative oleh para pelaku pasar, sehingga risiko pasar atau risiko sistematis menjadi tinggi atau naik. Seperti dijelaskan sebelumnya bahwa para pelaku bursa lebih memperhatikan tingkat bunga daripada inflasi, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

Pertumbuhan ekonomi, secara signifikan berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hasil ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan tidak sesuai juga dengan argumentasi teori investasi. Pertumbuhan ekonomi menggambarkan kondisi atau prospek ekonomi di suatu negara. Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis, artinya jika pertumbuhan ekonomi naik, maka risiko sistematis juga naik. Pertumbuhan ekonomi sebagai variabel *outcome* masih dipandang sebagai prospek jangka panjang yang masih dapat berubah. Oleh karena itu, perilaku para pelaku pasar modal belum memandang pertumbuhan ekonomi sebagai *signal* positif yang dapat meningkatkan *return* mereka. Akibatnya, naiknya pertumbuhan ekonomi tidak membuat harga saham menjadi lebih baik, tetapi justru terjadi sebaliknya.

Kedua, bahwa dari semua indikator-indikator fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) hanya tingkat bunga dan kurs yang secara signifikan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, sedangkan inflasi dan pertumbuhan ekonomi kecil pengaruhnya, sehingga tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan: (1) perilaku para pelaku bursa pada umumnya lebih memperhatikan tingkat bunga daripada inflasi dan pertumbuhan

ekonomi, (2) era globalisasi yang menyebabkan perusahaan harus menyesuaikan transaksinya dengan menggunakan mata uang asing, khususnya *US dollar*. Ketiga, sebagian besar perusahaan dalam industri manufaktur yang *listed* di BEI melakukan transaksi ekspor-impor, dan merupakan perusahaan PMA.

Sesuai dengan teori investasi bahwa tingkat bunga adalah penggerak investasi, artinya para pelaku pasar memandang tingkat bunga adalah yang paling penting, karena tingkat bunga dapat menggambarkan pendapatan sekaligus biaya. Namun hasil penelitian ini tidak sesuai dengan dengan perkiraan sebelumnya dan teori investasi. Ketidak sesuaian ini disebabkan karena *return on asset (ROA)* dari perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur relatif stabil, yaitu sebesar 3,63%.

Risiko sistematis berpengaruh negative signifikan terhadap kinerja perusahaan, kenaikan risiko sistematis akan menurunkan kinerja perusahaan. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya, kinerja perusahaan akan menurun jika ketidak pastian faktor eksternal tinggi. Akan tetapi pada hasil pengujian terjadi persoalan *goodness of fit*, dimana nilai *R-square* = 0,031 dan *sig-F* lebih besar dari 0,05 (*sig-F* = 0,178) dan terjadi persoalan autokorelasi. Hal ini disebabkan karena risiko sistematis merupakan variabel mediasi yang berperan sebagai variabel penghubung, sehingga membawa konsekuensi ganda, sebagai variabel dependen dan variabel independen.

Ketiga, bahwa indikator-indikator fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) tidak berpengaruh signifikan

terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena kecenderungan perilaku para pelaku bursa lebih memperhatikan *return* dividen (*dividend yield*) daripada *capital gain*. Akibatnya, meskipun terjadi perubahan inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi, tidak mendapat respon yang berlebihan dari para pelaku bursa, sehingga pengaruhnya kecil.

Keempat, risiko sistematis tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hasil ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *beta* saham sebagai indikator dari risiko sistematis pengaruhnya kecil terhadap harga saham, sehingga dapat dikatakan bahwa *beta* saham bukan satu-satunya faktor yang mempengaruhi *return* saham. Temuan ini tidak sesuai dengan konsep *CAPM* yang menyebutkan bahwa *beta* saham adalah satu-satunya faktor yang mempengaruhi *return* saham (Sharpe, *at al*, 1960).

Kelima, kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya. Hal ini menunjukkan bahwa para pelaku bursa menggunakan kinerja perusahaan sebagai informasi yang efektif, yang dapat memberikan *signal* positif tentang adanya *return* bagi investor.

Keenam, berdasarkan hasil *path analysis*, maka terjadi pengaruh berjenjang antara variable-variabel makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya, bahwa nilai perusahaan dihasilkan dari sebuah proses berjenjang.

Hasil temuan selanjutnya adalah dari model empirik² yang terdiri dari kebijakan perusahaan (insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan), kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Insentif manajer merepresentasikan kebijakan dividen atau pendistribusian laba, *capital expenditure* merepresentasikan kebijakan investasi, dan *leverage* keuangan merepresentasikan kebijakan pendanaan.

Variabel kebijakan perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan adalah insentif manajer dan *leverage* keuangan, dan yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan hanya *leverage* keuangan. Sedangkan *capital expenditure* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Secara garis besar ringkasan dari analisis pada model empirik 2 dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pertama, insentif manajer berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Pemberian bonus saham sebagai insentif bagi manajer membawa dampak yang positif terhadap peningkatan kinerja perusahaan. Pemberian bonus saham ini membuat manajer mau bekerja keras untuk kepentingan pemilik, karena manajer merupakan bagian dari pemilik. Temuan ini sesuai dengan konsep teori agensi, dalam konsep teori agensi pemberian insentif manajer yang berupa bonus saham akan dapat mengurangi perilaku oportunistik dari manajer, sehingga manajer mau berkerja untuk kepentingan para pemilik saham.

Kedua, leverage keuangan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Penggunaan hutang oleh perusahaan membawa dampak yang negatif terhadap kinerja perusahaan, karena penggunaan hutang berakibat pada penurunan kinerja perusahaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa pendapatan yang dihasilkan dari penggunaan hutang tidak dapat untuk menutup biaya modalnya, sehingga laba menurun. Hal ini berarti pembiayaan dengan hutang belum diberdayakan secara maksimal, karena *rate of return* yang dihasilkan masih lebih rendah dari biaya modalnya. Besarnya bunga rata-rata industri 6,88%, sedangkan besarnya *return on asset (ROA)* rata-rata industri 3,63%,

Ketiga, capital expenditure tidak signifikan dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya, artinya bahwa kebijakan investasi yang dilakukan perusahaan belum dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Tidak signifikannya *capital expenditure* terhadap kinerja perusahaan, disebabkan karena *capital expenditure* merupakan investasi jangka panjang yang manfaatnya baru akan dirasakan setelah beberapa tahun kemudian.

Keempat, insentif manajer tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Kondisi ini mencerminkan bahwa para pelaku bursa tidak merespon secara langsung kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer. Pemberian bonus saham kepada manajer ditangkap sebagai *signal* tidak langsung (*indirect signaling*) informasi yang positif oleh para pelaku bursa, tentang adanya harapan untuk mendapatkan *return* dari investasinya melalui kinerja perusahaan.

Kelima, leverage keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan, sehingga sesuai dengan teori struktur modal dan perkiraan sebelumnya. Meningkatnya nilai perusahaan karena penggunaan hutang disebabkan karena ada penghematan pajak bagi perusahaan yang menggunakan hutang. Jadi, perusahaan yang menggunakan hutang membayar pajak lebih sedikit jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Akan tetapi pengaruh ini tidak linier, karena adanya unsur biaya kebangkrutan dalam penggunaan hutang, sesuai dengan *trade-off theory*). Ketika biaya kebangkrutan lebih tinggi dari manfaat penghematan pembayaran pajak, maka tambahan penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, ada titik maksimal penggunaan hutang, yaitu terjadi ketika *marginal income* sama dengan *marginal cost of debt*.

Keenam, capital expenditure tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena *capital expenditure* merupakan investasi jangka panjang yang menghasilkan *future income* dan ketidak pastian yang tinggi. Kondisi ini disebabkan karena sebagian besar kepemilikan saham industri manufaktur di BEI adalah insider, sehingga informasi tentang adanya pengeluaran biaya investasi (*capital expenditure*) cenderung terabaikan oleh para pelaku bursa.

Ketujuh, kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kondisi ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan ditangkap sebagai informasi

yang memberikan *signal* positif oleh para pelaku bursa tentang adanya harapan untuk mendapatkan *return* dari investasinya.

Kedelapan, berdasarkan *path analysis*, maka di dalam model 2 ini secara statistik juga terjadi pengaruh berjenjang, antara kebijakan perusahaan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Khususnya pada kebijakan pemberian bonus saham dan kebijakan penggunaan hutang (*leverage* keuangan), kedua kebijakan tersebut mempengaruhi kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan perkiraan sebelumnya bahwa nilai perusahaan dihasilkan dari suatu proses berjenjang.

Hasil pengujian mediasi menunjukkan bahwa pada model 1, risiko sistematis terbukti sebagai variable *intervening* dari variable makroekonomi, khususnya tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan, kinerja perusahaan sebagai variable *intervening* dari variable kurs dan risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil pengujian tersebut mengandung makna bahwa variable makroekonomi, khususnya tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan melalui risiko sistematis, dan risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan.

Pada model 2, hasil pengujian mediasi menunjukkan bahwa kinerja perusahaan sebagai variable *intervening* dari variable kebijakan perusahaan, khususnya insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa pemberian bonus saham memberikan efek tidak langsung

(*indirect signaling effect*) terhadap peningkatan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan merupakan hasil dari implementasi kebijakan perusahaan dan berperan sebagai variabel *intervening* dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Sesuai dengan motivasi *signaling*, kinerja perusahaan yang dihasilkan dari suatu pelaporan berbasis akrual tepat digunakan sebagai *signal* informasi kepada para pelaku bursa.

Untuk mempermudah pemahaman terhadap hasil penelitian ini, maka dibuat ringkasan justifikasinya dalam bentuk matrik seperti terlihat pada Tabel 4-28 berikut ini.

Tabel 4-28
Ringkasan Hasil Penelitian

| Keterangan | Hasil Pengujian | Temuan | Justifikasi |
|----------------|-----------------|--|--|
| H ₁ | Ditolak | Inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis. | Inflasi berpengaruh negatif, karena inflasi merupakan peristiwa sesaat atau jangka pendek. Investor jangka panjang yang sebagian besar menguasai saham perusahaan masih mendapatkan <i>return</i> dari investasinya meskipun terjadi kenaikan inflasi. |
| H ₂ | Ditolak | Inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. | Inflasi pengaruhnya kecil terhadap kinerja perusahaan, sehingga tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan dalam industri |

| | | | |
|----------------|----------|--|---|
| H ₃ | Ditolak | Inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. | <p>masih mendapatkan <i>return</i> meskipun terjadi kenaikan inflasi.</p> <p>Inflasi pengaruhnya kecil terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak signifikan. Seperti telah dijelaskan di atas bahwa inflasi merupakan peristiwa jangka pendek, sehingga bagi investor jangka panjang tidak akan terpengaruh sepanjang masih ada <i>expected return</i> dari <i>dividend yield</i></p> |
| H ₄ | Diterima | Tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. | <p>Tingkat bunga berpengaruh positif, karena tujuan investasi dari para pelaku bursa adalah untuk mendapatkan profit. Tingkat bunga merupakan harga yang bersedia dibayar dengan nilai yang lebih tinggi di masa yang akan datang. Oleh karena itu ketika tingkat bunga naik, maka risiko sistematis juga naik, karena investasi menjadi lebih berisiko.</p> |
| H ₅ | Ditolak | Tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. | <p>Tingkat bunga berpengaruh positif, karena sebagian besar perusahaan-perusahaan yang <i>listed</i> di BEI berhasil mempertahankan stabilitas labanya. Pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan dapat secara</p> |

| | | | |
|----------------|----------|--|--|
| H ₆ | Ditolak | Tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. | langsung dan dapat melalui risiko sistematis. Pengaruh tingkat bunga kecil terhadap nilai perusahaan. Perubahan tingkat bunga juga merupakan peristiwa jangka pendek, sehingga bagi investor jangka panjang tidak akan berpengaruh sepanjang masih ada peluang untuk mendapatkan dividend yield di masa yang akan datang. |
| H ₇ | Ditolak | Kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis. | Kurs berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis, karena perusahaan masih mendapatkan <i>return</i> yang meskipun terjadi kenaikan inflasi. |
| H ₈ | Diterima | Kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. | Kurs berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, karena sebagian besar perusahaan-perusahaan yang <i>listed</i> di BEI melakukan transaksi ekspor dan impor untuk penjualan produk dan penggunaan bahan bakunya, sehingga ketika kursnya naik, maka harga dan biaya produksi menjadi naik, akibatnya laba menurun. |
| H ₉ | Ditolak | Kurs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. | Kurs pengaruhnya kecil terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak signifikan. Kurs, seperti halnya inflasi dan tingkat suku bunga |

| | | | |
|-----------------|---------|--|---|
| | | | juga merupakan peristiwa jangka pendek. Oleh karena itu, bagi investor jangka panjang tidak akan terpengaruh sepanjang <i>expected return</i> dari <i>dividend yield</i> masih bisa diharapkan di masa yang akan datang. |
| H ₁₀ | Ditolak | Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. | Pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif, karena ekspektasi <i>return</i> para pelaku bursa tinggi. Padahal <i>expected return</i> perubahannya searah dengan risk. Akibatnya, ketika pertumbuhan ekonomi naik, maka <i>expected return</i> juga naik, dan pada umumnya perusahaan dengan <i>expected return</i> tinggi, <i>risk</i> -nya juga tinggi. |
| H ₁₁ | Ditolak | Pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. | Pertumbuhan ekonomi kecil pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan, sehingga tidak signifikan. Pertumbuhan ekonomi merupakan variabel <i>outcome</i> , dan prospeknya adalah masa depan. |
| H ₁₂ | Ditolak | Pertumbuhan ekonomi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. | Pertumbuhan ekonomi kecil pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak signifikan. Seperti telah dijelaskan di atas bahwa pertumbuhan ekonomi merupakan variabel <i>outcome</i> dan |

| | | | |
|-----------------|----------|--|--|
| H ₁₃ | Diterima | Risiko sistematis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. | Para pelaku bursa lebih memperhatikan tingkat suku bunga daripada pertumbuhan ekonomi. Risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, karena risiko sistematis berhubungan positif dengan tingkat bunga, sedangkan tingkat bunga dari sudut pandang perusahaan merupakan biaya. Jadi jika tingkat suku bunga naik, maka biaya juga naik, akibatnya laba perusahaan menurun. |
| H ₁₄ | Ditolak | Risiko sistematis berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. | Risiko sistematis kecil pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena orientasi para pelaku bursa adalah <i>return</i> , sehingga lebih memperhatikan kinerja perusahaan daripada risiko sistematis. |
| H ₁₅ | Diterima | Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. | Kinerja perusahaan berpengaruh positif, berarti kinerja perusahaan oleh para pelaku bursa digunakan sebagai <i>signal</i> informasi positif untuk investasinya. Oleh karena itu, ketika perusahaan meraih <i>return (ROA)</i> , maka akan ditangkap oleh para pelaku bursa sebagai <i>signal</i> |

| | | | |
|-----------------|----------|--|---|
| H ₁₆ | Ditolak | <i>Leverage</i> keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. | positif adanya <i>dividend yield</i> di masa yang akan datang. <i>Leverage</i> keuangan berpengaruh negatif, karena penggunaan hutang pada sebagian besar perusahaan manufaktur di BEI belum menghasilkan laba yang maksimal, sehingga <i>rate of return</i> dari penggunaan hutang lebih kecil dari biaya modalnya. |
| H ₁₇ | Diterima | <i>Leverage</i> keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. | <i>Leverage</i> keuangan berpengaruh positif, berarti penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Akan tetapi pengaruh ini tidak <i>linier</i> , melainkan sampai pada batas maksimal penggunaan hutang. Penggunaan hutang setelah melewati batas maksimal, akan dapat menurunkan nilai perusahaan. |
| H ₁₈ | Ditolak | <i>Capital expenditure</i> berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. | <i>Capital expenditure</i> tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, karena pengeluaran <i>capital expenditure</i> merupakan pengeluaran modal jangka panjang yang menghasilkan <i>future income</i> , sehingga efeknya terhadap kinerja perusahaan juga merupakan efek jangka panjang. |

| | | | |
|-----------------|----------|--|---|
| H ₁₉ | Ditolak | <i>Capital expenditure</i> berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. | <i>Capital expenditure</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, berarti kebijakan ini <i>tidak</i> direspon sebagai <i>signal</i> yang positif oleh para pelaku bursa, karena merupakan kebijakan jangka panjang. |
| H ₂₀ | Diterima | Insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. | Insentif manajer berpengaruh positif, berarti pemberian bonus saham kepada manajer dapat memotivasi manajer untuk bekerja lebih baik, sehingga kinerja perusahaan meningkat. |
| H ₂₁ | Ditolak | Insentif manajer berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. | Insentif manajer tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, berarti pemberian bonus saham tidak direspon sebagai <i>signal</i> positif oleh para pelaku bursa. |
| H ₂₂ | Diterima | Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. | Kinerja perusahaan berpengaruh positif, berarti kinerja perusahaan oleh para pelaku bursa ditangkap sebagai <i>signal</i> informasi positif tentang adanya <i>dividend yield</i> dimasa yang akan datang. |

Sumber: Dikembangkan dari hasil analisis untuk disertasi ini.

4.2.6 Implikasi Teoritis

Tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan (Horne & Wachowicz, 2001), dan untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan harus mendapatkan laba pada setiap kegiatan operasinya. Laba dalam konteks ini adalah menggambarkan kinerja perusahaan, sehingga kinerja perusahaan merupakan syarat untuk dapat dicapainya peningkatan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan seperti dijelaskan dalam Bab 1, merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis pada model empirik 1 dan model empirik 2 ditemukan beberapa temuan penting. Pada model empirik 1 ditemukan bahwa kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* (mediasi) dari kurs dan risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan dari analisis pada model empirik 2 ditemukan bahwa kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* dari insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Variabel-variabel lain seperti inflasi, tingkat bunga, dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh secara tidak langsung.

Di samping ke dua temuan tersebut, maka temuan lain adalah temuan adanya *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) dari kurs, risiko sistematis, dan insentif manajer terhadap nilai perusahaan. Juga ditemukan peran risiko sistematis sebagai variabel *intervening* dari tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Selanjutnya ditemukan pula pengaruh berjenjang dari tingkat

bunga, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan pada model empirik

1. Pengaruh berjenjang insentif manajer, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan pada model empirik 2.

Secara keseluruhan implikasi teoritis dari inflasi, tingkat bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi, risiko sistematis, *leverage* keuangan, *capital expenditur*, insentif manajer, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan pada beberapa temuan-temuan penelitian adalah sebagai berikut:

Temuan pertama, berdasarkan pengujian hipotesis 1, hipotesis 2, dan hipotesis 3, menunjukkan bahwa inflasi secara negatif menentukan risiko sistematis, namun tidak menentukan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa kenaikan inflasi berpengaruh pada penurunan risiko sistematis, tetapi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung namun sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Eduardus (1997), dan Siti (2004), tentang pengaruh inflasi terhadap risiko sistematis (*beta* saham). Eduardus (1997) dan Siti (2004), dalam penelitiannya menemukan bahwa inflasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *systematic risk* (*beta* saham). Hasil penelitian ini tidak mendukung studi sebelumnya yang dikembangkan oleh Brigham and Houston (1998) tentang pengaruh inflasi terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung studi sebelumnya yang dilakukan oleh Dewi (2001), tentang pengaruh inflasi terhadap IHSG sektor properti. Dewi (2001), menemukan bahwa inflasi

berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG sektor properti. Selanjutnya, hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Gudono (1999), bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham (nilai perusahaan).

Temuan kedua, berdasarkan pengujian hipotesis 4, hipotesis 5, dan hipotesis 6, menunjukkan bahwa tingkat bunga secara positif menentukan risiko sistematis dan kinerja perusahaan, namun tidak menentukan nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa kenaikan tingkat suku bunga berpengaruh meningkatkan risiko sistematis dan kinerja perusahaan, tetapi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung, tetapi sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Eduardus (1997). Eduardus (1997), menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini juga tidak mendukung dan tidak sesuai dengan studi yang dilakukan oleh Dedi dan Riyatno (2007). Dedi dan Riyatno (2007), menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Selanjutnya hasil penelitian ini juga tidak mendukung dan tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Suryanto (1998), Dewi (2001), dan Sudjono (2002). Suryanto (1998), menemukan bahwa tingkat bunga deposito berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Dewi (2001), menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh signifikan terhadap IHSG. Sedangkan Sudjono (2002), menemukan bahwa tingkat bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Temuan ketiga, berdasarkan pengujian hipotesis 7, hipotesis 8, dan hipotesis 9, menunjukkan bahwa kurs secara negatif menentukan risiko sistematis dan kinerja perusahaan, namun tidak menentukan nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa kenaikan kurs berpengaruh menurunkan risiko sistematis dan kinerja perusahaan, tetapi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung dan tidak sesuai dengan studi yang dilakukan oleh Siti (2004), dan Dedi dan Riyatno (2007). Siti (2004), menemukan bahwa kurs berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *beta* saham. Sedangkan Dedi dan Riyatno (2007), menemukan bahwa kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Akan tetapi hasil penelitian ini mendukung dan sesuai dengan studi yang dilakukan Robiatul dan Ardi (2006), yang menemukan bahwa kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *beta* saham. Selanjutnya Suryanto (1998), dan Sudjono (2002), menemukan bahwa kurs berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham, sehingga tidak sesuai dengan hasil penelitian ini.

Temuan keempat, berdasarkan pengujian hipotesis 10, hipotesis 11, dan hipotesis 12, menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi secara positif menentukan risiko sistematis, namun tidak menentukan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa kenaikan pertumbuhan ekonomi berpengaruh meningkatkan risiko sistematis, namun tidak berpengaruh pada kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung dan tidak sesuai dengan studi yang dilakukan oleh Eduardus (1997), yang menemukan bahwa DGP

berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *systematic risk*. Sedangkan Robiatul Auliah dan Ardi (2006), menemukan bahwa GDP berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *beta* saham syariah. Berbeda ke dua hasil temuan tersebut di atas, maka hasil penelitian ini mendukung temuan studi yang dilakukan oleh Ritter (2004), yang menemukan bahwa *income per capita* berhubungan negatif dengan *equity return*, dan pertumbuhan ekonomi di masa depan tidak relevan untuk memprediksi *equity return*. Demikian juga studi yang dilakukan oleh Nieuwerburgh, *et al* (2005), menemukan bahwa stock market mempunyai hubungan yang lemah dengan pertumbuhan GDP.

Temuan kelima, berdasarkan pengujian hipotesis 13, hipotesis 14, dan hipotesis 15, menunjukkan bahwa risiko sistematis secara negatif menentukan kinerja perusahaan, akan tetapi tidak menentukan nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan secara positif menentukan nilai perusahaan. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa perubahan risiko sistematis berpengaruh secara negatif terhadap kinerja perusahaan, namun tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung dan sesuai dengan temuan studi yang dilakukan oleh Anuchitworawong (2000), yang menemukan bahwa *business risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *ROA* pada masa sebelum krisis tahun 1996 dan sesudah krisis tahun 2000. Hasil penelitian ini juga sesuai tapi tidak mendukung studi yang dilakukan oleh Shin & Stulz (2000), Syahib (2000), dan Vilallonga dan Amit

(2004), tentang pengaruh indeks *beta* (*systematic risk*) terhadap harga saham (*q* atau *Tobin's Q*). Shin & Stulz (2000), dalam penelitiannya menemukan bahwa perubahan *systematic risk* berhubungan positif dengan perubahan *q* (*Tobin's q*). Syahib (2000), juga menemukan bahwa *indeks beta* (*systemtic risk*) berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Sedangkan Vilallonga dan Amit (2004), menemukan bahwa *market risk* (*beta*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Selanjutnya, hasil penelitian ini tidak mendukung dan tidak sesuai dengan studi yang dilakukan oleh Coles, *et al* (2004), yang menemukan bahwa *firm risk* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *stock price volatility*. Namun hasil penelitian ini mendukung dan sesuai dengan temuan studi yang dilakukan oleh Uchida (2006), yang menemukan bahwa *ROA* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*.

Temuan keenam, berdasarkan pengujian hipotesis 16 dan hipotesis 17, menunjukkan bahwa *leverage* keuangan menentukan secara negatif kinerja perusahaan dan menentukan secara positif nilai perusahaan. Hal ini berarti kebijakan perusahaan berkenaan dengan penggunaan hutang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Pengaruh penggunaan hutang negatif terhadap kinerja perusahaan, dan positif terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan diperlukan adanya kebijakan perusahaan yang mengatur penggunaan hutang. Hasil penelitian ini mendukung dan sesuai dengan temuan studi yang dilakukan oleh Guo (2006), yang menemukan

bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *ROA*. Demikian juga hasil temuan dari studi yang dilakukan oleh Anuchitworawong (2000), yang menemukan bahwa pada masa sesudah krisis tahun 2000, *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *ROA*. Sedangkan sebelum masa krisis tahun 1996, penelitian ini sesuai tetapi tidak mendukung temuan studi yang dilakukan oleh Anuchitworawong, C (2000), yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*. Penelitian ini juga sesuai tetapi tidak mendukung temuan studi yang dilakukan Al Farouque, *et al* (2005), yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *ROA*. Selanjutnya, hasil penelitian ini mendukung dan sesuai dengan temuan studi yang dilakukan oleh Al Farouque, *et al* (2005) dan Uchida, Konari (2006), tentang pengaruh *leverage (debt)* terhadap *Tobin's Q*. Al Farouque, *et al* (2005) dan Uchida, Konari (2006), menemukan bahwa *leverage (debt)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mendukung dan tidak sesuai dengan temuan dari studi yang dikembangkan oleh Pasternak dan Rosenberg (2002), Vilallonga dan Amit, R (2004), dan Coles, *et al* (2004), tentang pengaruh *leverage* terhadap *Tobins Q (Stock Price Volatility)*. Pasternak dan Rosenberg (2002), menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *Tobin's Q*. Sedangkan Vilallonga dan Amit, R (2004), dan Coles, *et al* (2004), menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Tobin's Q (Stock Price Volatility)*. Vilallonga dan Amit, R (2004), dan Coles, *et al* (2004),

Temuan ketujuh, berdasarkan pengujian hipotesis 18 dan hipotesis 19, menunjukkan bahwa *capital expenditure* tidak menentukan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan investasi yang berkenaan dengan pengeluaran biaya modal tidak menentukan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai namun tidak mendukung dengan temuan studi yang dilakukan oleh Anuchitworawong (2000), tentang pengaruh *capital expenditure* terhadap ROA sebelum masa krisis tahun 1996 dan sesudah masa krisis tahun 2000. Anuchitworawong (2000), menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh negatif dan signifikan baik pada sebelum krisis 1996 maupun sesudah krisis tahun 2000. Selanjutnya, hasil penelitian ini mendukung tetapi tidak sesuai dengan temuan studi yang dikembangkan oleh Al Farouque, *et al* (2005), tentang pengaruh *capital expenditure* terhadap ROA. Al Farouque, *et al* (2005), menemukan bahwa *investment (capital expenditure)* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap ROA. Hasil penelitian ini tidak mendukung dan tidak sesuai dengan temuan studi yang dilakukan oleh Coles, *et al* (2004), tentang pengaruh *capital expenditure* terhadap *Stock Price Volatility*. Coles, *et al* (2004), menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Stock Price Volatility*. Hasil penelitian ini sesuai tetapi tidak mendukung temuan studi yang dilakukan oleh Vilallonga dan Amit (2004), dan Al Farouque, *et al* (2005), tentang pengaruh *capital expenditure (investment)* terhadap *Tobin's Q*. Vilallonga dan Amit (2004), dan Al Farouque, *et al* (2005),

menemukan bahwa *capital expenditure (investment)* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

Temuan kedelapan, berdasarkan pengujian hipotesis 20, hipotesis 21, dan hipotesis 22, menunjukkan bahwa insentif manajer menentukan secara positif kinerja perusahaan namun tidak menentukan nilai perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan menentukan secara positif nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan berkenaan dengan pemberian insentif berupa bonus saham kepada manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan, namun tidak menentukan nilai perusahaan. Oleh karena itu, untuk meningkatkan kinerja perusahaan diperlukan adanya kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer. Hasil penelitian ini mendukung dan sesuai dengan temuan studi yang dilakukan oleh Schulz dan Tubbs (2006), tentang pengaruh *stock option* terhadap *ROA*. Schulz dan Tubbs (2006), menemukan bahwa *stock option* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *ROA*. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak mendukung dan tidak sesuai dengan temuan yang dilakukan oleh Guo (2006), tentang pengaruh *stock bonus* terhadap *ROA*. Guo (2006), menemukan bahwa *stock bonus* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *ROA*. Hasil penelitian ini tidak mendukung dan tidak sesuai dengan temuan studi yang dikembangkan oleh Schulz dan Tubbs (2006) dan Lilling (2006), tentang pengaruh *stock option (CEO Compensation)* terhadap *Tobin's Q (Market Value of a Firm)*. Schulz dan Tubbs (2006) dan Lilling (2006), menemukan bahwa *stock option (CEO compensation)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q (Market*

Value of a Firm). Hasil penelitian ini mendukung dan sesuai dengan temuan studi yang dikembangkan oleh Konari (2006), tentang pengaruh ROA terhadap *Tobin's Q*. Konari (2006), menemukan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*. Hasil penelitian ini juga secara tidak langsung mendukung dan sesuai dengan temuan hasil studi yang dikembangkan oleh Dodd dan Chen (1996), dan Jogiyanto dan Chendrawati (1999), tentang pengaruh ROA terhadap *return* saham. Dodd dan Chen (1996), dan Jogiyanto dan Chendrawati (1999), menemukan bahwa ROA berkorelasi (berpengaruh) terhadap *return* saham. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung dan tidak sesuai dengan temuan studi yang dilakukan oleh Imam dan Irwansyah (2002), tentang pengaruh ROA terhadap *return* saham. Imam dan Irwansyah (2002), menemukan bahwa ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Berdasarkan temuan-temuan hasil penelitian tersebut, maka peneliti dapat memberikan kontribusi pemikiran-pemikiran tentang upaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Pertama:

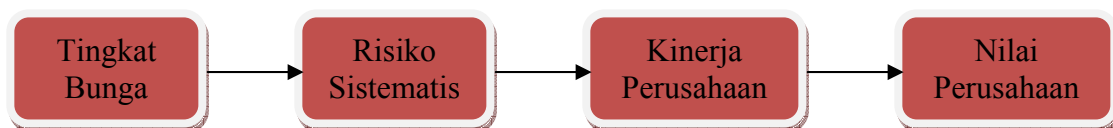
Tingkat bunga akan menentukan kinerja perusahaan, melalui risiko sistematis, sehingga risiko sistematis sebagai variabel yang berperan memediasi hubungan tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Jika tingkat bunga turun, maka risiko sistematis akan turun, dan turunnya risiko sistematis akan meningkatkan kinerja perusahaan. Untuk itu, maka agar kinerja perusahaan, maka

tingkat bunga harus rendah. Pemerintah sebagai pemegang otoritas moneter memegang peran yang sangat penting dalam meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, karena pemerintah yang mengendalikan besarnya tingkat bunga melalui penetapan SBI.

Risiko sistematis sebagai variabel yang memediasi hubungan tingkat bunga dan kinerja perusahaan, akan menentukan kinerja perusahaan. Variabel ini secara tidak langsung akan mempengaruhi nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan juga berperan memediasi hubungan antara risiko sistematis dengan nilai perusahaan. Jika risiko sistematis rendah, maka kinerja perusahaan meningkat, dan dengan meningkatnya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga meningkat.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, maka didalam konteks ini terjadi pengaruh berjenjang antara tingkat bunga, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

Gambar 4-12
Pengaruh Berjenjang Tingkat Bunga, Risiko Sistematis,
Kinerja Perusahaan, dan Nilai Perusahaan



Sumber: Dikembangkan dari hasil analisis untuk disertasi ini.

Kedua:

Kurs akan menentukan nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan, sehingga kinerja perusahaan sebagai variabel yang berperan memediasi hubungan kurs dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Jika kurs turun atau rendah, maka kinerja perusahaan akan naik, dan dengan naiknya kinerja perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Kurs terjadi karena perbedaan inflasi di dalam negeri dan di luar negeri. Jika inflasi di dalam negeri lebih rendah dari inflasi di luar negeri, maka nilai kurs akan turun, demikian juga sebaliknya. Oleh karena itu, meskipun dari hasil analisis inflasi tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, namun inflasi akan menentukan besarnya nilai kurs. Dengan demikian, maka inflasi secara tidak langsung akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Berkenaan dengan masalah tersebut di atas, maka pemerintah sebagai pemegang otoritas moneter juga harus dapat menekan inflasi hingga lebih rendah dari inflasi di luar negeri agar kurs menurun. Dalam konteks pengaruh kurs terhadap nilai perusahaan seperti telah dijelaskan di atas, maka terjadi pengaruh berjenjang kurs, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan.

Gambar 4-13
Pengaruh Berjenjang Kurs, Kinerja Perusahaan, dan Nilai Perusahaan



Sumber: Dikembangkan dari hasil analisis untuk disertasi ini.

Ketiga:

Meskipun variabel faktor fundamental makroekonomi mendasari semua aktivitas perusahaan, maka kebijakan perusahaan juga akan menentukan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Diantara variabel-variabel faktor kebijakan perusahaan, maka *leverage* keuangan yang paling besar kontribusinya dalam mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Leverage keuangan secara langsung berpengaruh secara negatif terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dalam konteks hubungan ini sesuai dengan hasil pengujian hipotesis, maka kinerja perusahaan tidak berperan memediasi hubungan *leverage* keuangan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak terjadi proses berjenjang.

Pengaruh *leverage* keuangan negatif terhadap kinerja perusahaan, karena penggunaan hutang menghasilkan *rate of return* yang lebih rendah dari biaya hutangnya. Oleh karena itu, agar pengaruh hutang positif, yaitu meningkatkan kinerja perusahaan, maka manajer harus dapat memaksimalkan penggunaan hutang melalui kebijakan-kebijakannya.

Leverage keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga jika hutang perusahaan naik, maka nilai perusahaan juga naik. Meskipun demikian, pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan tidak linier, melainkan ada batas maksimalnya. Ketika perusahaan telah mencapai batas maksimal penggunaan hutang, maka tambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Sesuai dengan *trade-off theory*, maka batas maksimal penggunaan hutang terjadi ketika *marginal income* sama dengan *marginal cost*-nya.

Variabel kebijakan perusahaan yang menentukan kinerja perusahaan adalah insentif manajer. Insentif manajer secara langsung menentukan kinerja perusahaan, tetapi tidak menentukan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dalam konteks hubungan tersebut, kinerja perusahaan berperan memediasi hubungan insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Jika pembagian bonus saham sebagai insentif manajer dilakukan, maka kinerja perusahaan naik, dan dengan naiknya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga naik.

Berdasarkan temuan tersebut, maka terjadi pengaruh berjenjang antara insentif manajer, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Pengaruh tersebut adalah insentif manajer menentukan kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan menentukan nilai perusahaan.

Gambar 4-14
Pengaruh Berjenjang Insentif Manajer, Kinerja Perusahaan,
dan Nilai Perusahaan



Sumber: Dikembangkan dari hasil analisis untuk disertasi ini.

Keempat:

Hasil penelitian ini mendukung teori agensi (*agency theory*), khususnya *signaling theory* dari unsur:

1. Tingkat bunga > kinerja perusahaan.

Jika tingkat bunga turun, maka risiko sistematis juga turun, dan turunnya risiko sistematis akan meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan demikian, maka turunnya tingkat bunga menimbulkan efek tidak langsung (*indeirect signaling effect*) terhadap peningkatan kinerja perusahaan.

2. Risiko sistematis > nilai perusahaan.

Jika risiko sistematis turun, maka kinerja perusahaan naik, dan dengan naiknya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga naik. Dengan demikian, maka turunnya risiko sistematis menimbulkan efek tidak langsung (*indirect signaling effect*) terhadap nilai perusahaan.

3. Kurs > nilai perusahaan.

Jika kurs turun, maka kinerja perusahaan naik, dan dengan naiknya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga naik. Dengan demikian, maka turunnya

kurs menimbulkan efek tidak langsung (*indirect signaling effect*) terhadap naiknya nilai perusahaan.

4. Insentif manajer > nilai perusahaan.

Jika perusahaan memberi bonus saham, maka kinerja perusahaan naik, dan dengan naiknya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga naik. Dengan demikian, maka pemberian bonus saham kepada manajer menimbulkan efek tidak langsung (*indirect signaling effect*) terhadap naiknya nilai perusahaan.

Kelima:

Hasil penelitian ini mendukung teori struktur modal, khususnya *trade-off theory* dari unsur *leverage*, dimana penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Demikian juga terhadap kinerja perusahaan, temuan ini juga mendukung *trade-off theory*, meskipun ditemukan penggunaan hutang berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai *mean* dari *return on asset (ROA)* sebesar 3,63% lebih rendah dari nilai *mean* tingkat bunga sebesar 6,88%. Artinya bahwa penggunaan hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI menghasilkan *rate of return* yang lebih rendah dari biaya bunganya. Dengan demikian, maka temuan ini memberikan gambaran bahwa penggunaan hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur di BEI belum maksimal.

Berdasarkan uraian dari temuan-temuan tersebut di atas, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini memberikan kontribusi dengan mendukung beberapa temuan

dari penelitian sebelumnya. Namun demikian, hasil penelitian ini juga masih menyisakan beberapa perbedaan-perbedaan yang nantinya dapat ditindak lanjuti pada penelitian-penelitian berikutnya.

4.2.7 Implikasi Manajerial

Pada model empirik 1, secara keseluruhan variabel-variabel faktor fundamental makroekonomi mendasari kegiatan operasi perusahaan, dan tingkat bunga dan kurs adalah variabel yang memegang peran penting di dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Pada model empirik 2, variabel-variabel faktor kebijakan perusahaan, maka *leverage* keuangan dan insentif manajer merupakan variabel yang memegang peran penting dalam mempengaruhi nilai perusahaan

Di samping faktor-faktor tersebut yang merupakan faktor fundamental, maka faktor lain yang juga dapat berpotensi untuk mempengaruhi nilai perusahaan, adalah faktor teknikal. Meskipun faktor teknikal memiliki dimensi yang berbeda dengan faktor fundamental, yaitu dimensi jangka pendek. Faktor ini lebih menekankan pada aspek psikologis dan matematis, dan lebih banyak mengandung unsur spekulatif dari para pelaku bursa.

Berdasarkan hasil analisis, risiko sistematis dan kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening*. Risiko sistematis sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh tingkat bunga terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh kurs, risiko sistematis, dan insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Implikasi

manajerial dari hasil analisis terhadap peran kinerja perusahaan dalam menentukan pengaruh faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut:

4.2.7.1 Inflasi

Berdasarkan hasil analisis, inflasi memiliki pengaruh langsung terhadap risiko sistematis, namun pengaruh tersebut adalah pengaruh negatif. Sedangkan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan tidak berpengaruh langsung. Oleh karena itu, risiko sistematis tidak berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh inflasi terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Inflasi adalah merupakan faktor eksternal yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan, maka kebijakan manajerial dalam menghadapi perubahan inflasi maupun risiko sistematis lebih diarahkan pada menjaga stabilitas laba melalui kebijakan *earning management*. Perusahaan mengambil kebijakan *earning management* agar laba terlihat stabil sehingga para pelaku pasar modal merasa aman dengan kondisi terbut, meskipun kondisi inflasi meningkat.

4.2.7.2 Tingkat Bunga

Tingkat bunga memiliki pengaruh langsung terhadap risiko sistematis dan kinerja perusahaan, tetapi tidak memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tingkat bunga terhadap risiko sistematis adalah pengaruh positif, demikian juga terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, maka pengaruh tingkat

bunga terhadap kinerja perusahaan dimediasi oleh risiko sistematis. Sedangkan terhadap nilai perusahaan melalui proses berjejang.

Hasil pengujian membuktikan bahwa tingkat bunga memiliki pengaruh yang paling dominan terhadap risiko sistematis. Tingkat bunga juga merupakan faktor eksternal, maka kebijakan manajerial lebih diarahkan pada menjaga stabilitas laba melalui kebijakan *earning management*, sehingga meskipun terjadi perubahan tingkat suku bunga tidak akan menimbulkan kekhawatiran bagi para pelaku bursa.

4.2.7.3 Kurs

Kurs memiliki pengaruh langsung terhadap risiko sistematis sistematis dan kinerja perusahaan, tetapi tidak memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Pengaruh kurs terhadap risiko sistematis merupakan pengaruh negatif, demikian juga terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan berperan sebagai variabel intervening yang memediasi pengaruh kurs terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan manajerial dalam konteks ini lebih diarahkan pada pengendalian transaksi impor dan menggali potensi pasar domestik untuk mengurangi ketergantungan dari luar negeri. Namun demikian menjaga stabilitas laba yang berkelanjutan melalui kebijakan *earning management* juga dapat dilakukan untuk menambah kepercayaan para pelaku bursa. Agar jika terjadi perubahan kurs tidak akan menimbulkan keresahan pada para pelaku bursa, karena stabilitas laba yang berkelanjutan memberikan ekspekasi laba di masa depan.

4.2.7.4 Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh langsung terhadap risiko sistematis, tetapi tidak memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap risiko sistematis adalah pengaruh positif, sehingga risiko sistematis tidak berperan sebagai variabel *intervening* dalam memediasi pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Pertumbuhan ekonomi merupakan variabel *out come* dari inflasi, tingkat bunga dan kurs. Pertumbuhan ekonomi menggambarkan kemampuan daya beli masyarakat, sehingga jika pertumbuhan ekonomi meningkat berarti daya beli masyarakat juga meningkat. Kondisi ini menciptakan peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan penjualannya. Kebijakan manajerial dalam konteks ini lebih diarahkan pada upaya mengantisipasi kenaikan daya beli masyarakat melalui peningkatan produksi untuk meningkatkan penjualan.

4.2.7.5 Risiko Sistematis

Risiko sistematis memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan, tetapi tidak memiliki langsung terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh risiko sistematis terhadap nilai perusahaan. Kebijakan manajerial dalam konteks ini lebih diarahkan pada upaya meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan

dengan cara mempertahankan stabilitas laba yang berkelanjutan melalui kebijakan *earning management* agar harga pasar sahamnya tetap stabil.

Stabilitas harga saham penting, karena stabilitas ini akan menentukan indeks harga saham secara keseluruhan. Dengan harga pasar saham yang stabil, maka indeks harga saham gabungan juga relatif stabil, dan hal ini akan dapat menurunkan koefisien *beta* saham perusahaan terhadap *beta* pasarnya. Mengingat bahwa pengukur risiko sistematis adalah koefisien *beta* saham, maka dengan *beta* saham yang rendah menunjukkan risiko sistematis juga rendah. Kondisi ini akan menarik para pelaku bursa, karena dengan risiko sistematis yang rendah, maka stabilitas harga saham akan lebih terjaga.

4.2.7.6 Insentif Manajer

Insentif manajer memiliki pengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan, tetapi tidak memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan. Kebijakan manajerial untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan dalam konteks ini lebih diarahkan pada kebijakan pemberian insentif berupa bonus saham kepada manajer. Pemberian bonus saham ini dapat menekan perilaku oportunistik manajer, karena manajer juga terikat dengan kepemilikan. Dengan demikian, manajer tidak lagi semata-mata mengejar keuntungan pribadi tetapi juga memperhatikan kesejahteraan pemilik, dan hal ini akan meningkatkan nilai perusahaan.

4.2.7.7 *Capital Expenditure*

Capital expenditure tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena *capital expenditure* merupakan kebijakan jangka panjang yang manfaatnya tidak segera dapat dinikmati perusahaan. Kebijakan manajerial dalam konteks ini lebih diarahkan pada penekanan pelaporan yang dapat memberikan informasi (informatif) melalui pengumuman formal adanya pengeluaran biaya modal (*capital expenditure*) untuk investasi. Informasi ini sebagai *signal* yang dapat direspon positif, untuk meyakinkan para pelaku bursa tentang prospek investasi yang akan dilakukan perusahaan.

4.2.7.8 *Leverage Keuangan*

Leverage keuangan memiliki pengaruh secara langsung terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Pengaruh *leverage* keuangan terhadap kinerja perusahaan adalah pengaruh negatif, sedangkan terhadap nilai perusahaan berpengaruh positif. Oleh karena itu, kinerja perusahaan tidak berperan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian secara statistik menunjukkan nilai *mode*-nya 38,00%, lebih rendah dari nilai *mean*-nya 57,50 %. Sedangkan rata-rata laba dalam industri 3,63%, masih lebih rendah dari rata-rata biaya bunga dalam industri 6,88%. Berarti sebenarnya sebagian besar hutang perusahaan masih di bawah rata-rata hutang industri, sehingga masih dimungkinkan untuk menambah hutang dalam pembiayaan

perusahaan. Kebijakan manajerial dalam konteks ini lebih diarahkan pada upaya maksimalisasi sumberdaya, khususnya hutang melalui peningkatan penjualan agar *rate of return* yang dihasilkan lebih besar dari biaya bunganya.

4.2.7.9 Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, oleh karena itu kebijakan manajerial lebih diarahkan pada peningkatan kinerja perusahaan melalui kebijakan pemberian bonus saham kepada manajer (insentif manajer) dan pemberdayaan sumberdaya, khususnya hutang melalui peningkatan penjualan. Kinerja perusahaan merupakan hasil implementasi dari kebijakan perusahaan, oleh karena itu keberhasilan perusahaan di dalam meningkatkan kinerja perusahaan tergantung dari kemampuannya didalam mengimplementasikan kebijakan yang sudah ditetapkan perusahaan. Kemampuan tersebut menyangkut kemampuan di dalam memberdayakan secara maksimal sumberdaya yang dimiliki perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas, dari berbagai temuan yang telah dijelaskan, maka kontribusi variabel dalam mempengaruhi kinerja perusahaan dari model empirik 1 untuk faktor fundamental makroekonomi adalah kurs (-0,317), dan risiko sistematis (-0,387). Variabel-variabel lainnya, inflasi dan pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan. Berkenaan dengan itu, maka volatilitas risiko sistematis memiliki dampak lebih besar terhadap perubahan kinerja perusahaan dibandingkan dengan volatilitas kurs, sehingga pergerakan IHSG yang merupakan cerminan dari pergerakan harga saham-saham

perusahaan di bursa harus mendapatkan perhatian yang serius dari para manajer. Terutama pada faktor yang mempengaruhinya, agar manajemen dapat mengantisipasi perubahan tersebut melalui kebijakan yang akan dibuatnya.

Temuan yang paling besar kontribusinya terhadap nilai perusahaan pada model empiris 1 adalah kinerja perusahaan (0,396). Variabel-variabel lainnya dari faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) dan risiko sistematis tidak ada yang berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tersebut merupakan pengaruh berjenjang atau melalui variabel perantara (mediasi), yaitu variabel kinerja perusahaan. Jadi, disini jelas bahwa kinerja perusahaan memiliki peran yang sangat besar sebagai variabel intervening yang memediasi variabel-variabel faktor fundamental makroekonomi khususnya kurs, risiko sistematis, dan insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan *path analysis*, maka kontribusi pengaruh masing-masing adalah inflasi, risiko sistematis, kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan sebesar $(-0,167 \times -0,387) \times 0,396 = 0,026$. Tingkat bunga, risiko sistematis, kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan sebesar $0,310 \times -0,387 \times 0,396 = -0,048$. Kurs, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan sebesar $(-0,928 \times -0,387) \times 0,396 = 0,142$. Pertumbuhan ekonomi, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan sebesar $0,058 \times -0,387 \times 0,396 = -0,009$. Jadi, yang volatilitasnya berdampak paling besar terhadap nilai perusahaan adalah kurs, risiko sistematis, kinerja perusahaan (0,142).

Kebijakan manajerial dari temuan tersebut lebih diarahkan pada antisipasi terhadap perubahan, kurs dan tingkat bunga. Pengendalian terhadap kurs dilakukan dengan mengurangi ketergantungan terhadap bahan baku impor dan pasar luar negeri, dan melakukan intensifikasi terhadap pasar dalam negeri dan ekstensifikasi pasar ke beberapa negara lain. Hal ini untuk menghindari ketergantungan pasar pada satu negara tertentu, dan juga tidak kalah pentingnya adalah tidak menggunakan satu mata uang tertentu dalam melakukan transaksi luar negeri. Sedangkan pengendalian terhadap tingkat bunga dilakukan dengan cara membatasi dan memaksimalkan penggunaan hutang, terutama hutang luar negeri agar biaya tetap dapat ditekan.

Hasil temuan dari model empiris 2 untuk variabel kebijakan perusahaan yang kontribusinya terbesar dalam mempengaruhi kinerja perusahaan adalah *leverage* keuangan (-0,755), selanjutnya diikuti insentif manajer (0,160). Sedangkan variabel *capital expenditure* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti volatilitas *leverage* keuangan memiliki dampak yang lebih besar terhadap perubahan kinerja perusahaan daripada volatilitas insentif manajer.

Temuan yang paling besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan pada model empiris 2 adalah *leverage* keuangan (0,725), selanjutnya kinerja perusahaan (0,427). Insentif manajer dan *capital expenditure* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Bahkan *capital expenditure* tidak berpengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung, sedangkan insentif manajer berpengaruh tidak langsung, yaitu melalui mediasi kinerja perusahaan. Disamping berpengaruh langsung, maka

leverage keuangan juga berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan seperti halnya insentif manajer.

Berdasarkan hasil path analysis, maka besarnya pengaruh tidak langsung (mediasi) insentif manajer terhadap nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan adalah $0,160 \times 0,427 = 0,068$. Sedangkan besarnya pengaruh tidak langsung (mediasi) *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan melalui kinerja perusahaan adalah $-0,755 \times 0,427 = -0,322$. Jadi, volatilitas dari *leverage* keuangan berdampak lebih besar terhadap nilai perusahaan daripada volatilitas insentif manajer.

Kebijakan manajerial dari temuan ini lebih diarahkan pada maksimalisasi penggunaan hutang. Hal ini karena volatilitas hutang, baik secara langsung maupun tidak langsung berdampak pada nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya, penggunaan hutang belum maksimal, artinya masih bisa ditingkatkan lagi, agar menghasilkan rate of return yang lebih besar dari biaya bunganya.

Berdasarkan penjelasan implikasi manajerial tersebut di atas, maka secara ringkas kebijakan manajerial dapat disimpulkan untuk kebijakan jangka pendek, kebijakan jangka menengah dan kebijakan jangka panjang seperti pada Tabel 4-29 berikut ini.

Tabel 4-29
Kebijakan Manajerial

| Kebijakan Jangka Pendek | Kebijakan Jangka Menengah | Kebijakan Jangka Panjang |
|--|---|--|
| Kebijakan <i>earning management</i> . Kebijakan ini dilakukan untuk menghaluskan laba agar laba terlihat stabil. | Kebijakan pendanaan. Berkenaan dengan memaksimalkan penggunaan hutang. Kebijakan ini dilakukan agar perusahaan dapat menghasilkan <i>rate of return</i> yang lebih besar dari biaya bunganya. | Kebijakan pendistribusian laba berupa pemberian bonus saham. Kebijakan ini dilakukan untuk menekan perilaku oportunistik manajer, sehingga manajer akan mengendalikan penggunaan kasnya untuk kepentingan pemilik. |

Sumber: Dikembangkan dari hasil analisis untuk disertasi ini.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

5.1 Kesimpulan Umum

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, kebijakan perusahaan, dan kinerja perusahaan dalam hubungannya dengan peningkatan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan dalam penelitian ini ditempatkan sebagai variable intervening, yaitu variable yang dapat dilalui oleh variable lain dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian, penelitian ini secara umum menghasilkan temuan yang dapat disimpulkan sebagai berikut.

5.1.1 Temuan pada Model Empirik 1

Pertama, semua variable-varibel makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Akan tetapi hanya tingkat bunga yang pengaruhnya sesuai dengan teori ekonomi dan perkiraan sebelumnya, yaitu berpengaruh positif atau searah.

Kedua, diantara variabel-variabel makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi), maka hanya kurs yang hasilnya sesuai dengan teori ekonomi dan perkiraan sebelumnya dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Sedangkan tingkat bunga berpengaruh tidak langsung terhadap kinerja perusahaan, yaitu dimediasi oleh risiko sistematis.

Ketiga, risiko sistematis berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan, dengan demikian, maka risiko sistematis berperan sebagai variabel *intervening* yang menghubungkan pengaruh tingkat bunga dengan kinerja perusahaan.

Keempat, Tidak satupun dari variabel makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kelima, kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* atau mediasi yang menghubungkan pengaruh kurs terhadap nilai perusahaan.

Keenam, risiko sistematis berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Pengaruh inflasi terhadap nilai perusahaan dimediasi oleh kinerja perusahaan, sehingga kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* atau variabel mediasi yang menghubungkan pengaruh risiko sistematis dengan nilai perusahaan.

Ketujuh, terjadi proses berjenjang dalam mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu: (1) Tingkat bunga, risiko sistematis, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Jika tingkat bunga turun, maka risiko sistematis juga turun, turunnya risiko sistematis akan meningkatkan kinerja perusahaan, dan dengan meningkatnya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat. (2) Kurs, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Jika kurs rendah, maka kinerja perusahaan meningkat, dan dengan meningkatnya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga meningkat.

5.1.2 Temuan pada Model Empirik 2

Pertama, insentif manajer berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan tetapi tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Oleh karena itu, maka pembagian bonus saham oleh perusahaan kepada manajer meningkatkan kinerja perusahaan, namun tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Kedua, *capital expenditure* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, atau dengan kata lain kecil pengaruh *capital expenditure* terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Kedua, *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga semakin tinggi penggunaan hutang, semakin tinggi nilai perusahaan. Namun demikian pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan tidak linier, melainkan ada batas maksimalnya, yakni; ketika *marginal income* dari *present value (PV)* penghematan pajak sama dengan *marginal cost* dari biaya kebangkrutannya.

Ketiga, kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga kinerja perusahaan berperan sebagai *variable intervening* atau mediasi yang menghubungkan pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan.

Keempat, terjadi proses berjenjang dalam mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu insentif manajer, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Perusahaan yang membagikan insentif berupa bonus saham kepada manajer kinerjanya meningkat, dan dengan meningkatnya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga meningkat.

5.2 Kesimpulan Terhadap Permasalahan Penelitian

Seperti telah dijelaskan di atas bahwa studi ini dimaksudkan untuk melakukan pengujian terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi nilai perusahaan, dengan menempatkan variabel kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening*. Berdasarkan *research gap*, fenomena kondisi empirik ekonomi Indonesia, dan fenomena perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia, maka yang mendasari permasalahan penelitian ini adalah adanya ketidak konsistenan dari variabel-variabel fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan dalam mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Berdasarkan persoalan tersebut, maka dikembangkan permasalahan bagaimana peran kinerja perusahaan dalam menentukan pengaruh dari faktor fundamental makroekonomi, risiko sistematis, dan kebijakan perusahaan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Untuk menjawab permasalahan tersebut, telah dikembangkan 2 model empirik penelitian. Model empirik 1 dikembangkan dengan 15 hipotesis, dan model empiri 2 dikembangkan dengan 7 hipotesis. Setelah diuji dengan menggunakan uji statistik, yaitu uji t dan signifikansi t (*sig-t*), maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

5.2.1 Kesimpulan Terhadap Permasalahan Penelitian Pada Model Empirik 1

Kesimpulan terhadap permasalahan penelitian pada model empirik 1 untuk menjawab pertanyaan (*research question*) penelitian 1 dan 3. Kesimpulan ini

didasarkan pada hasil pengujian hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 15 sebagai berikut:

Pertama, pengujian hipotesis 1, hipotesis 4, hipotesis 7, dan hipotesis 10. Hasilnya semua variabel makroekonomi, yakni; inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi signifikan mempengaruhi risiko sistematis. Akan tetapi dari keempat hipotesis tersebut hanya hipotesis 4 yang konsisten dan sesuai dengan konsep teori ekonomi mendukung risiko sistematis dipengaruhi secara positif oleh tingkat bunga. Sedangkan hipotesis 1, 7, dan 10 tidak konsisten mendukung risiko sistematis dipengaruhi secara positif oleh inflasi dan kurs, serta dipengaruhi secara negatif oleh pertumbuhan ekonomi, karena arahnya berbeda.

Kedua, pengujian hipotesis 2, hipotesis 5, hipotesis 8, hipotesis 11. Hasilnya, hipotesis 5 dan hipotesis 8 yang signifikan mendukung kinerja perusahaan dipengaruhi oleh tingkat bunga dan kurs, sedangkan hipotesis 2 dan 11 tidak signifikan mendukung kinerja perusahaan dipengaruhi oleh inflasi dan pertumbuhan ekonomi. Akan tetapi, dari hipotesis 5 dan 8 yang konsisten dan sesuai dengan konsep teori ekonomi mendukung kinerja perusahaan dipengaruhi secara negatif oleh kurs adalah hipotesis 8, sedangkan hipotesis 5 tidak konsisten mendukung kinerja perusahaan dipengaruhi secara negatif oleh tingkat bunga, karena arahnya berbeda.

Ketiga, pengujian hipotesis 3, hipotesis 6, hipotesis 9, hipotesis 12. Hasilnya tidak ada yang signifikan mendukung nilai perusahaan secara langsung dipengaruhi oleh inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi.

Keempat, pengujian hipotesis 13 dan 14. Hasilnya hipotesis 13 yang signifikan mendukung kinerja perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh risiko sistematis. Sedangkan hipotesis 14 tidak signifikan mendukung nilai perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh risiko sistematis.

Kelima, pengujian hipotesis 15. Hasilnya hipotesis 15 mendukung nilai perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh kinerja perusahaan.

Berdasarkan dukungan kekuatan pengaruh dan signifikansi dari pengujian hipotesis di atas, maka telah terjawab masalah penelitian (*research question*) tersebut seperti pada bab pendahuluan. Selanjutnya berdasarkan hasil analisis terhadap pengujian hipotesis 1 sampai dengan 15 tersebut, menghasilkan 2 pengembangan model pengaruh berjenjang yang mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Model pertama, tingkat bunga berpengaruh langsung terhadap risiko sistematis, risiko sistematis berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Langkah-langkah dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui peningkatan kinerja perusahaan yang dibangun dari upaya: 1) menekan risiko sistematis dengan mengupayakan stabilitas laba yang berkelanjutan meskipun terjadi perubahan tingkat suku bunga, 2) menekan risiko sistematis pada saat tingkat suku bunga rendah (turun).

Model kedua, kurs berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Langkah-

langkah dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui peningkatan kinerja perusahaan yang dibangun dari upaya mengantisipasi perubahan kurs dengan mempertahankan stabilitas laba yang berkelanjutan.

5.2.2 Kesimpulan Terhadap Permasalahan Penelitian Pada Model Empirik 2

Kesimpulan terhadap permasalahan penelitian pada model empirik 1 untuk menjawab pertanyaan (*research question*) penelitian 2 dan 3. Kesimpulan ini didasarkan pada hasil pengujian hipotesis 16 sampai dengan hipotesis 22 sebagai berikut:

Pertama,: pengujian hipotesis 16, hipotesis 18, dan hipotesis 20. Hasilnya hanya hipotesis 16 dan hipotesis 20 yang signifikan mendukung kinerja perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh *leverage* keuangan dan insentif manajer. Hipotesis 18 tidak signifikan mendukung kinerja perusahaan dipengaruhi secara langsung *capital expenditure*. Akan tetapi yang mendukung dan konsisten dengan konsep teori, dan perkiraan sebelumnya adalah hipotesis 20, yaitu kinerja perusahaan dipengaruhi secara positif oleh insentif manajer, yaitu sesuai dengan konsep teori agensi. Sedangkan hipotesis 16 meskipun signifikan mendukung kinerja perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh *leverage* keuangan, namun dukungan ini tidak konsisten dan tidak sesuai dengan konsep *trade-off theory* maupun perkiraan sebelumnya, karena arahnya berbeda.

Kedua: pengujian hipotesis 17, hipotesis 19, hipotesis 21, dan hipotesis 22. Hasilnya hanya hipotesis 17 dan 22 yang signifikan mendukung, dan sesuai dengan

konsep teori bahwa nilai perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan. Hipotesis 17 sesuai dengan konsep teori struktur modal, sedangkan hipotesis 22 sesuai dengan konsep teori *signaling*. Hipotesis 19 dan hipotesis 21 tidak signifikan mendukung nilai perusahaan dipengaruhi secara langsung oleh *capital expenditure* dan insentif manajer.

Berdasarkan dukungan kekuatan pengaruh dan signifikansi dari pengujian hipotesis, maka telah terjawab masalah penelitian (*research question*) tersebut seperti pada bab pendahuluan. Selanjutnya berdasarkan hasil analisis terhadap pengujian hipotesis 16 sampai dengan 22 tersebut, menghasilkan 3 pengembangan model upaya peningkatan nilai perusahaan melalui proses berjenjang.

Model pertama, insentif manajer berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan. Langkah-langkah dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui peningkatan kinerja perusahaan yang dibangun dari upaya pemberian bonus saham kepada manajer.

Model kedua, *leverage* keuangan berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan. Langkah-langkah dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui peningkatan optimalisasi penggunaan hutang.

Model ketiga, kinerja perusahaan berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan. Langkah-langkah dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui peningkatan kinerja perusahaan.

5.2.3 Kesimpulan Terhadap Peran Risiko Sistematis dan Kinerja Perusahaan

Pengujian terhadap variabe risikosistematis dan kinerja perusahaan sebagai variabel *intervening* dilakukan untuk menjawab pertanyaan (*research question*) penelitian 4 dan 5. Berdasarkan hasil pengujian konsep mediasi, maka dapat dikembangkan 1 model upaya meningkatkan kinerja perusahaan, dan 3 model upaya meningkatkan nilai perusahaan.

Model pertama, tingkat bunga berpengaruh positif langsung terhadap risiko sistematis, dan risiko sistematis berpengaruh negatif langsung terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, risiko sistematis berperan sebagai variabel *intervening* dari tingkat bunga dalam mempengaruhi kinerja perusahaan. Jadi, jika tingkat bunga menurun, maka risiko sistematis juga menurun, dan dengan menurunnya risiko sistematis, maka kinerja perusahaan akan meningkat. Upaya terbaik yang dapat dilakukan untuk meningkatkan kinerja perusahaan adalah melalui risiko sistematis pada saat kondisi tingkat bunga rendah (menurun).

Model kedua, risiko sistematis berpengaruh negatif langsung terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh positif langsung terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* dari risiko sistematis dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Jadi, jika risiko sistematis rendah, maka kinerja perusahaan akan naik, dan dengan naiknya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat. Upaya terbaik yang dapat

dilakukan untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah melalui kinerja perusahaan pada saat risiko sistematis rendah.

Model ketiga, kurs berpengaruh negatif langsung terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh positif langsung terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* dari kurs dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Jadi, jika kurs rendah, maka kinerja perusahaan akan naik, dan dengan naiknya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat. Upaya terbaik yang dapat dilakukan untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah melalui kinerja perusahaan pada saat kurs rendah.

Model keempat, insentif manajer berpengaruh positif langsung terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh positif langsung terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* dari insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Jadi, jika perusahaan memberi insentif berupa bonus saham kepada manajer, maka kinerja perusahaan akan naik, dan dengan naiknya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat. Upaya terbaik yang dapat dilakukan untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah melalui kinerja perusahaan dengan menetapkan kebijakan pendistribusian laba melalui pemberian insentif kepada manajer dalam bentuk bonus saham.

Di samping temuan-temuan tersebut seperti dalam kesimpulan di atas, maka temuan penting lainnya adalah bahwa faktor kebijakan perusahaan lebih besar pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan daripada faktor fundamental makroekonomi (inflasi, tingkat bunga, kurs, dan pertumbuhan ekonomi) dan risiko sistematis. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai *R-square* hasil analisis pada model empirik 1 dan model empirik 2. Dengan demikian, maka faktor fundamental perusahaan masih mendapatkan perhatian yang lebih besar dari para pelaku bursa.

5.3 Implikasi Teoritik

Berdasarkan studi literatur, nilai perusahaan dapat ditingkatkan baik melalui proses berjenjang, melalui variabel *intervening* maupun secara langsung. Variabel variabel yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah inflasi, tingkat bunga, kurs, pertumbuhan ekonomi, *leverage* keuangan, *capital expenditure*, insentif manajer, dan kinerja perusahaan.

Implikasi teoritis pada beberapa temuan-temuan dari variabel-variabel tersebut dalam mempengaruhi nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

5.3.1 Inflasi, baik secara langsung maupun tidak langsung tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Gudono (1999), tentang pengaruh inflasi terhadap harga saham.

- 5.3.2 Tingkat bunga, secara langsung tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Akan tetapi secara tidak langsung, yaitu melalui proses berjenjang dengan mediasi risiko sistematis dan kinerja perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Suryanto (1998), Sudjono (2002), dan dewi (2001).
- 5.3.3 Kurs, secara langsung tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Akan tetapi secara tidak langsung, yaitu melalui proses berjenjang dengan mediasi kinerja perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Claude, *et al* (1996).
- 5.3.4 Pertumbuhan ekonomi, baik secara langsung maupun tidak langsung tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nieuwerburg, *et al* (20-05).
- 5.3.5 Risiko sistematis, secara langsung tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, Akan tetapi secara tidak langsung, yaitu melalui proses berjenjang dengan mediasi kinerja perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Coles, *et al* (2004), namun tidak mendukung hasil penelitian

sebelumnya yang dilakukan oleh Shin and Stullz (2000), Syahib (2000), dan Villalonga & Amit (2004).

- 5.3.6 *Leverage* keuangan, secara langsung signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Al Farouque, *et al* (2005), namun tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pasternak & Rosenberg (2002), Coles, *et al* (2004), Villalonga & Amit (2004).
- 5.3.7 *Capital Expenditure*, baik secara langsung maupun tidak langsung tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Villalonga & Amit (2004), Al Farouque, *et al* (2005), namun tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Coles, *et al* (2004).
- 5.3.8 Insentif manajer, secara langsung tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Akan tetapi secara tidak langsung, yaitu melalui proses berjenjang dengan mediasi kinerja perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Schulz and Tubbs (2006) dan Liling (2006).
- 5.3.9 Kinerja perusahaan, secara langsung signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dodd and Chen (1996), Jogiyanto dan Chendrawati (1999),

dan Uchida (2006), namun namun tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Imam dan Irwansyah (2002).

5.4 Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil analisis, secara tidak langsung tingkat bunga, kurs, risiko sistematis yang rendah, dan pemberian insentif kepada manajer berupa bonus saham dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan secara langsung penggunaan hutang, dan kinerja perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5.4.1 Peningkatan nilai perusahaan pada saat tingkat bunga, kurs, dan risiko sistematis yang rendah mempunyai implikasi sebagai berikut:

5.4.1.1 Tingkat bunga mempunyai pengaruh positif terhadap risiko sistematis, risiko sistematis mempunyai pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Jika tingkat bunga turun, maka risiko sistematis juga turun, dan turunnya risiko sistematis akan meningkatkan kinerja perusahaan, selanjutnya dengan meningkatnya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga meningkat. Oleh karena itu, kebijakan manajerial diarahkan pada upaya menjaga stabilitas laba melalui kebijakan *earning management*. Hal ini disebabkan karena tingkat bunga adalah merupakan faktor eksternal yang tidak dapat dikendalikan perusahaan. Manajemen tidak mungkin

untuk menurunkan tingkat bunga pasar yang berlaku, karena yang memiliki otoritas dan kemampuan adalah pemerintah. Manajemen hanya dapat mengantisipasi perubahan tingkat bunga dengan menjaga stabilitas laba agar kepercayaan para pelaku bursa tidak menurun meskipun terjadi gejolak perubahan bunga.

5.4.1.2 Kurs mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Jika kurs turun, maka kinerja perusahaan meningkat, dan dengan meningkatnya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga meningkat. Seperti halnya tingkat bunga, maka kurs juga merupakan faktor eksternal yang tidak dapat dikendalikan perusahaan. Oleh karena itu, manajemen hanya dapat mengantisipasi perubahan kurs agar tidak terlalu berpengaruh buruk terhadap perusahaan. Kebijakan manajerial diarahkan pada upaya menjaga stabilitas laba melalui kebijakan *earning management*, agar laba terlihat stabil, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan para pelaku bursa terhadap perusahaan.

5.4.1.3 Risiko Sistematis mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kinerja perusahaan, sedangkan kinerja perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Jika risiko sistematis turun, maka kinerja perusahaan meningkat, dan dengan meningkatnya kinerja

perusahaan, maka nilai perusahaan juga meningkat. Seperti halnya tingkat bunga dan kurs seperti telah dijelaskan di atas, maka risiko sistematis juga merupakan faktor eksternal yang tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan. Sesuai dengan hasil analisis, tingkat bunga adalah variabel makroekonomi yang secara konsisten berpengaruh terhadap risiko sistematis. Oleh karena itu, sesungguhnya upaya terbaik untuk menekan atau menurunkan risiko sistematis adalah pada saat tingkat suku bunga rendah. Jadi, kebijakan manajerial diarahkan pada upaya menjaga stabilitas laba melalui kebijakan *earning management*, agar laba terlihat stabil. Laba yang stabil akan ditangkap sebagai *signal* positif oleh para pelaku bursa tentang adanya harapan untuk mendapatkan *return* dari investasinya di masa yang akan datang.

5.4.2 Peningkatan nilai perusahaan dilakukan dengan cara memberikan insentif kepada manajer, meningkatkan dan memaksimalkan penggunaan hutang, serta meningkatkan kinerja perusahaan mempunyai implikasi sebagai berikut:

5.4.2.1 Insentif manajer mempunyai pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan juga mempunyai pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Insentif manajer berupa pemberian bonus saham kepada manajer dengan tujuan untuk menekan perilaku oportunistiknya, sehingga manajer mau bekerja untuk kepentingan

pemilik. Perusahaan yang memberi insentif berupa bonus saham kepada manajer kinerjanya meningkat, dan dengan meningkatnya kinerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga meningkat. Oleh karena itu, yang terbaik kebijakan manajerial lebih diarahkan pada kebijakan pendistribusian laba dengan memberikan bonus saham kepada manajer. Kebijakan ini dilakukan agar manajer terlibat di dalamnya sebagai bagian dari pemilik, sehingga kebijakan-kebijakan yang diambil merupakan kebijakan yang terbaik untuk kepentingan para pemilik.

5.4.2.2 *Leverage* keuangan mempunyai pengaruh langsung yang positif terhadap nilai perusahaan, namun pengaruh tersebut tidak linier. Penggunaan hutang sampai dengan batas tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan, dan selebihnya penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penggunaan hutang ada batas maksimalnya, yaitu terjadi ketika *marginal income* dari *present value* penghematan pajak sama dengan *marginal cost (MC)* dari biaya kebangkrutannya. Oleh karena itu, kebijakan manajerial lebih diarahkan pada kebijakan struktur modal yang optimal, agar nilai perusahaan meningkat.

5.4.2.3 Kinerja Perusahaan mempunyai pengaruh langsung yang positif terhadap nilai perusahaan, sehingga jika kinerja perusahaan naik, maka nilai perusahaan juga akan naik. Oleh karena itu, kebijakan manajerial

lebih diarahkabr pada upaya peningkatan kinerja perusahaan. Upaya ini dapat dilakukan melalui kebijakan pemberian insentif bonus saham kepada manajer, maupun dengan cara memaksimalkan penggunaan hutang yang menghasilkan *rate of return* yang lebih besar dari *cost of capital*-nya, agar nilai perusahaan meningkat.

5.5 Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan temuan-temuan seperti yang telah dijelaskan di atas, maka penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain:

- 5.5.1 Pada model empirik 1, hasil penelitian ini menghasilkan *R-square* 85,50% terhadap risiko sistematis, 3,10% terhadap kinerja perusahaan, dan 17,30% terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa model ini mampu menjelaskan dengan benar 85,50% terhadap risiko sistematis, 3,10% terhadap kinerja perusahaan, dan 17,30% terhadap nilai perusahaan. Nilai *R-square* relatif rendah, khususnya pada kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, dengan demikian berarti masih banyak variabel makroekonomi diluar model yang memungkinkan untuk ditambahkan ke dalam model.
- 5.5.2 Pada model empirik 2, hasil penelitian ini menghasilkan *R-square* 0,589 atau 58,90% terhadap kinerja perusahaan, dan 23,80% terhadap nilai perusahaan. Jadi, variabel-variabel kebijakan perusahaan; insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan dalam model ini hanya mampu

menjelaskan dengan benar 58,90% dan sisanya sebesar 41,10% disebabkan oleh faktor diluar model. Sedangkan variabel-variabel kebijakan perusahaan (insentif manajer, *capital expenditure*, dan *leverage* keuangan) dan kinerja perusahaan dalam model ini hanya mampu menjelaskan dengan benar 23,80% dan sisanya disebabkan oleh faktor lain diluar model. Oleh karena itu, masih banyak variabel kebijakan perusahaan dan kinerja perusahaan diluar model yang memungkinkan untuk ditambahkan ke dalam model.

- 5.5.3 Rendahnya nilai *R-square* pada nilai perusahaan bisa jadi disebabkan karena penggunaan dua model empirik yang terpisah, sehingga untuk memperbaiki model dapat dilakukan dengan menggabungkan dua model empirik tersebut menjadi satu model empirik.
- 5.5.4 Perilaku data yang tidak normal, sehingga dalam pengolahan banyak data yang dihilangkan. Pada model empirik 1 ada 101 data yang dihilangkan, dan pada model empirik 2 ada data 62 data yang dihilangkan. Akibatnya, peneliti banyak kehilangan informasi yang berharga untuk mengungkap fenomena di BEI. Perilaku data yang tidak normal tersebut sangat dimungkinkan akan berhubungan dengan *error* atau *residual*, dan akan membawa konsekuensi besar terhadap hasil penelitian, yaitu mengurangi kemampuan prediksi dari model yang diajukan.
- 5.5.5 Perilaku para pelaku pasar modal yang cenderung bersikap spekulatif, sehingga analisis dengan menggunakan data fundamental sulit dilakukan,

karena analisis yang mereka lakukan menggunakan data historis dari kecenderungan harga saham dan volume perdagangan saham.

5.5.6 Penelitian ini juga memiliki keterbatasan dalam penjelasan deskriptif kualitatif, khususnya pada variabel-variabel fundamental makroekonomi, karena beberapa dari variabel-variabel tersebut ada yang kontradiktif dalam mempengaruhi risiko sistematis dan kinerja perusahaan, tidak sesuai dengan perkiraan sebelumnya dan teori ekonomi.

5.6 Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan antara lain yang sangat mendasar adalah kemampuan memprediksi yang relatif rendah, dan perilaku data yang tidak normal. Untuk memperbaikinya, maka pada penelitian mendatang beberapa hal perlu diperbaiki.

5.6.1 Faktor yang mempengaruhi harga saham tidak hanya faktor fundamental negara dan faktor fundamental perusahaan, namun ada faktor lain yaitu faktor teknikal. Oleh karena itu, untuk penelitian mendatang jika memungkinkan faktor teknikal perlu dipertimbangkan dimasukkan ke dalam model, agar menghasilkan model yang lebih baik. Konsekuensi dari dimasukkannya faktor teknikal ini adalah terhadap metodologi yang digunakan.

5.6.2 Adanya beberapa temuan yang tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya bisa jadi disebabkan karena karakteristik, perilaku dan budaya para pelaku

pasar modal di Indonesia berbeda dengan karakteristik maupun budaya para pelaku pasar modal di negara-negara maju. Oleh karena itu, untuk penelitian mendatang aspek perilaku dan budaya perlu dipertimbangkan dimasukkan ke dalam model agar dapat menghasilkan model yang lebih baik.

- 5.6.3 Adanya beberapa temuan yang tidak sesuai dengan konsep teori ekonomi dan perkiraan sebelumnya, perlu mencoba pendekatan lain khususnya proksi terhadap laba. Pada penelitian mendatang perlu mencoba menggunakan NIBE (*net income before extraordinary*) sebagai proksi terhadap laba untuk mengukur kinerja perusahaan. Karena dari hasil penelitian sebelumnya, laba berbasis NIBE menghasilkan standar deviasi *residual* yang lebih kecil daripada berbasis kualitas akrual (Sunarto, 2008).
- 5.6.4 Pendeknya periode penelitian yang hanya 3 periode bisa jadi sebagai penyebab perilaku data yang tidak normal, sehingga berdampak pada timbulnya persoalan autokorelasi, khususnya pada model empirik 2. Oleh karena itu, pada penelitian mendatang disarankan untuk menambah periode penelitian agar data yang dihasilkan lebih banyak, sehingga distribusi data menjadi lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Adolfo De Motta, 2003, Managerial Incentives and Internal Capital Markets, *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 3, pg. 1193-1220.
- A. Fauzi., Johar Arifin, dan M. Fakhruddin, 2001, *Aplikasi Excel dalam Financial Terapan*. Penerbit PT. Rilex Media Komputindo Kelompok Gramedia – Jakarta.
- Aggarwal, R and Aung Kyaw, N.N, 2006, Kent State University, Kent, OH 44242, e-mail: raggarwa@bsa3.kent.edu, Iona College, New Rochelle, NY 10801, e-mail: nkyaw@iona.edu, Leverage, Investment Opportunities, and Firm Value: A Global Perspective on the Influence of Financial Development.
- Aggarwal, R.K. and Samwick, A.A, 1999, The Other Side of the Trade off: The Impact of Risk on Executive Compensation, *Journal of Political economy*, 107. pp. 65-105.
- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003a, Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered, *Journal of Finance*, 58, pg. 71-118.
- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003b, Performance Incentives within Firms: The Effect of Managerial Responsibility, *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 4, pg. 1613-1649.
- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003c, McIntire School of Commerce University of Virginia Charlottesville, VA 22903, E-mail Rajesh.Aggarwal@virginia.edu, Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives.
- Agarwal, A., and G., Mandelker, 1987, Large Shareholders and Monitoring Managers: The Case of Anti takeover Charter Amendments, *Journal of Finance*, 42, pg. 823-837.
- Agarwal, V., Daniel, N.D., and Naik, N.Y, 2005, Georgia State University, Robinson College of Business, 35, Broad Street, Suite 1221, Atlanta GA 30303, E-mail vagarwal@gsu.edu (Vikas) and nav@gsu.edu (Naveen), Role Managerial Incentives, Flexibility, and Ability: Evidence from Performance and Money Flows in Hedge Funds.

- Agus Sartono, 1995, *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*, Penerbit BPFE UGM Yogyakarta.
- Agus R Sartono dan Kusdhianto Setiawan, 1999, Adakah Pengaruh “EVA” terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik?, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 14, No. 4, Hal. 124-136.
- Aivazian, V. A., Ying Ge, and Jiaping Qiu, 2005, The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence, *Journal of Corporate Finance* 11 (2005), pg. 277-291.
- Ajayi, R.A and M. Mouque, 1996, “On the Dynamic Relation Between Stock Prices and Exchange Rates”, *Journal of Financial Research* 21, pg. 193-207.
- Al Farooque, O., Tony van Zijl., Dunstan, K., and Karim, W, 2005, University of Auckland Business School (Tamaki Division), Private Bag 92019, Auckland, New Zealand, Email: keitha.dunstan@vuw.ac.nz, School of Accounting and Commercial Law, Victoria University of Wellington, PO Box 600, Wellington, New Zealand, <http://www.accounting-research.org.nz>, A Simultaneous Equations Approach to Analysing the Relationship Between Ownership Structure and Performance in Bangladesh.
- Amadi, A, 2005, Capital Expenditure and Long-Run Profitability: Evidence From The Paper and Forest Products Industry, *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, Vol 10, Number 2, pg. 1-10.
- Amihud, Yakov and Baruch Lev, 1981, Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pg. 605-617.
- Ani Christianti, 2008, *Pengujian Pecking Order Theory (POT): Pengaruh Leverage Terhadap Pendanaan Surplus dan Defisit pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*, The 2nd National Conference UKWMS Surabaya, 6 September 2008.
- Anuchitworawong, C, 2004, Institute of Economic Research Hitotsubashi University 2-1 Naka, Kunitachi, 186-8603, Tokyo, E-mail: cei*info@ier.hit*u.ac.jp, Ownership-based Incentives, Internal Corporate Risk and Firm Performance.
- Baber, W.R., Daniel, P.L, and Roberts, A.A, 2002, Compensation to Managers of Charitable Organizations: An Empirical Study of the Role of Accounting

- Measures of Program Activities, *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 3, pg. 679-693.
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., and Thakor, A. V, 1997, The Search for the Best Financial Performance Measure, *Financial Analysis Journal*, May/June, pg. 11-20.
- Baillie, Richard and Patrick McMahon, 1990, The Foreign Exchange Market: Theory and Econometric Evidence. *Cambridge University Press*, Cambridge.
- Barney, Jay, 2002, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Second Edition, Prentice Hill.
- Baskin, J, 1989, An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Spring.
- Bathala C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Financial Management Journal*, 23, pg. 38-50.
- Baum, C.F, 2006, Department of Economics, Boston College, Chestnut Hill, MA 02467 USA, e-mail: baum@bc.edu, Firm Investment and Financial Frictions.
- Baxter, N.D, 1967, Leverage, risk of ruin, and the cost of capital, *Journal of Finance*, 22, pg. 395-403.
- Baysinger. B., Hoskisson, R.E, 1989, Diversification strategy and R & D intensity in multi-product firms, *Academy of Management Journal*, 32, pg. 310-332.
- Bhattacharya, U; Daouk, H; and Welker, M, 2003, The World Price of Earnings Opacity, *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, July, Pg. 641-678.
- Beaver, W. H, 2002, Perspectives on Recent Capital Market Research, *The Accounting Review*, Vol. 77, N. 2, April, Pg. 453-474.
- Berk, Ales, 2005, University of Ljubljana, Faculty of Economics Kardeljeva Ploščad 17, Ljubljana, [http://ales.berk@ef.uni-lj.si](mailto:ales.berk@ef.uni-lj.si), Drivers of Leverage in Slovene Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases.

- Berle, Adolph, and Means, G, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, New York, NY.
- Biddle, G. C., R.M. Bauen & J.S Wallace (1996), Does EVA Beat Earnings?. Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values, *Journal of Accounting and Economics* 2, pg. 301-336.
- Binsar Sihombing, 2000, Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional pada Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi*, UGM, Yogyakarta.
- Bitler, M. P., Moskowitz, T. J and Jorgensen, A. V, 2005, Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth, *The Journal of Finance*, LX:2, p. 539-576.
- Bloom, M. C and Milkovich, G.T,1997, Department of Management College of Business Administration University of Notre Dame, Notre Dame, Indiana 46556-0399, e-mail: mbloom@nd.edu, Center for Advanced Human Resource Studies ILR School/Cornell University Ithaca, New York, e-mail: gtm1@cornell.edu, The Relationship Between Risk, Incentive Pay, and Organizational Performance.
- Boyle, G.W and Guthrie, G.A, 2003, Investment, Uncertainty, and Liquidity, *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 5, pg. 2143-2166.
- Bradley, M. G. Jarrell., and E.H. Kim, 1984, On the Existence or an Optimal Capital Structure : Theory and Evidance, *Journal of Finance*, Juli, pp. 867-880.
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R., and Pua, S.L.H, 2002, On The Relation Between Ownership Structure and Capital Structure, *Accounting and Finance*, 42, pg. 1-26.
- Brealey, R.A., Myers, S.C, 1991, *Principle of Corporate Finance*, Fourth Edition, International Edition, McGraw-Hill, Inc.
- Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., and Davis Philip, R, 1999, Intermediate Finan-cial Management, Sixth Edition, *The Dryden Press*, Orlando.
- Brigham, Eugene F., and Houston Joel F, 1998, Fundamentals of Financial Management, Eight Edition, *The Dryden Press*, Orlando.

- Brook, Yaron, William T. Charlton Jr., and Robert J. Hendershoot, 1998, Do Firm Use Dividend to Signal Large Future Cash Flow Increase, *Financial Management* 27(3), pg. 46-57.
- Brooks, L.D., Feils, D.J, and Sahoo, B.K, 2000, The Impact of Shifts in Forecasted Earnings and Systematic Risk on Acquiring Firm Shareholder Wealth in Domestic and International Acquisitions, *Journal of Finance and Strategic Decision*, Vol. 13, No. 3, pg. 1-7.
- Broussard, J.P., Buchenroth, S.A., Pilotte, E.A, 2004, CEO Incentive, Cash Flow and Investment, *Financial management*, pg. 51-70.
- Busman, E.R., & Zuiden, P.V, 1998, The Challenge Ahead: Adopting an Enterprisewide Approach to Risk, *Risk Management*, 45(1), pp. 14-17.
- Byrd, John; Parrino, Robert; pritsch, Gunnar, 1998, Stockholders-Manager Conflicts and Firm Value, *Financial Analysis Journal*, Vol. 54 Issue 3, pg. 14-30.
- Campello, M., and Fluck, Z, 2003, Department of Finance University of Illinois, e-mail: campello@uiuc.edu, Department of Finance Michigan State University, e-mail: fluck@msu.edu, Market Share, Financial Leverage and the Macroeconomy: Theory and Empirical Evidence.
- Caeson, James, M., Elyasiani, E., and Mansur, I., 2008, Market Risk, Interest Risk Risk, and Interdependencies in Insurer Stock Return: A System-GARCH Model, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 75, No. 4, pg. 873-891.
- Chaganti, R, and Damanpour, F, 1991, Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance, *Strategic Management Journal* 12, pg. 479-491.
- Chang, Rosita P., and Rhee, S. Ghon, 1990, The Impact of Personel Taxes on Corporate Devidend Policy and Capital Sructure Decisions, *Financial Management Journal*, Summer, pg. 21-3.
- Chathoth, P.K, 2002, Co-alignment between Environment Risk, Corporate Strategy, Capital Structure, and Firm Performance: An Empirical Investigation of Restaurant Firms, *Dissertation* Doctor of Philosophy in Hospitality and Tourism Management of the Virginia Polytechnic Institute and State University.
- Chen, M.A, 2004, Executive Option Repricing, Incentives, and Retention, *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 3, pg. 1167-1199.

- Cheng, Q and Warfield, T.R, 2005, Equity Incentives and Earnings Management, *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, pg. 441-476.
- Chung, K. H, 1989, The Impact of the Demand Volatility and Leverages on the Syatematic Risk of Common Stocks, *Journal of Business Finance and Accounting* 16, pg. 343-360.
- Chung, K.H., and Pruitt, S.W, 1994, A Simple Approximation of Tobin's q, *Financial Management*, 23(3), pp. 70-74.
- Clay, Darin G, 2001, Instituional Ownership, CEO Incentive, and Firm Value, *Dissertation of Doctor of Philosophy The University of Chicago*, Chicago, Illinois.
- Claude B. Erb., Campbell R. Harvey., and Tadas E. Viskanta. 1996, Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk, *Financial Analysis Journal*, Nov-Dec, pg. 29-46.
- Clinch, G., Kefaloukus, N., Percy, M., and Tuticci, I, 2006, University of Technology Sydney, Reserve Bank of Australia, Queensland University of Technology, University of Queensland, *Further Evidence on Association Between R & D Expenditure and Future Earnings Uncertainty*
- Coase, Ronald, 1937, "The Nature of the Firm", *Economica*, 4, pg. 386-405.
- Cohen, M.A., Fenn, S.A., and Konar, S, 1997, Owen Graduate School of Management Vanderbilt University Nashville, TN 37203, *Environmental and Financial Performance: Are They Related?*.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., and Neveen, L, 2004, Department of Finance W.P. Carey School of Business Arizona State University, E-mail Jeffrey.Coles@asu.edu, Department of Finance Robinson College of Business Georgia State University, E-mail nav@gsu.edu, and E-mail lalitha@gsu.edu, Managerial Incentives and Risk-Taking.
- Cooper, D, R., and C.W., Emory, 1996, *Business Research Methods*, 5th Edition, Richard D. Irwin, Inc., USA.
- Crutchley, C., and Hansen, 1989, A Test of The Agency Theory or Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend, *Financial Managemen Journal*, 18, pg. 36-46.

- Crutchley, C. E., Jensen, M. R. H., Jahera, J. S. Jr., and Raymond, J. E, 1999, Agency Problems and the Simultaneity of financial Decision Making The Role of Institutional Ownership, *International Review of Financial Analysis*, 8:2, pg. 177-197.
- David de Meza and Ben Lockwood, 2003, Department of Economics University of 12 Priory Road Bristol BS8 1TN, *CMPO Working Paper Series* No. 03/068, Appropriability, Investment Incentives and the Property Rights Theory of the Firm.
- David, Fred R, 2003, *Strategic Management: Cocepts*, Ninth Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey 07458.
- De Angelo, Harry., and Linda E. De Angelo, 1985, Managerial Ownership of Voting Rights : A Study of Public Corporation with Dual Classes on Common Stock, *Journal of Financial Economics*, pg. 33-71.
- Dechow, P.M, and Dichev, I.D, 2002, The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, *The Accounting Review*, Vol 77, Supplement, Pg. 35-59.
- Demsetz H., and K,Lehn, 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequencies, *Journal Political Economy*, December, 93, pg. 1155-1177.
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sarin, 1997, Agency Problem, Equity Ownership, and Corporate Diversification, *Journal of Finance* 52 (1), pg. 135-160.
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sarin, 1999, Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies, *Strategic Management Journal*, Vol. 20, pg. 1071-1076.
- Denis, David J. and Atulya Sarin, 1999, Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, pg. 187-223.
- Desai, A.S., Fatemi, A., and Katz, J.P, 1999, *College of Business Administration, Kansas State University*, Manhattan, KS 66506-0503, Wealth Creation and Managerial Pay: MVA and EVA as Determinants of Excecutive Compensation.

- Dewi S Sundari, 2001, Pengaruh Kondisi Ekonomi dan Kinerja Perusahaan Terhadap IHSK Sektor Properti di Bursa Efek Jakarta, *Tesis Non Publikasi*.
- Dodd, J.L, and Chen, S, 1996, EVA: A New Panacea?, *B & E Review/July-Sept. 1996*, pg. 26-28.
- Domian, D.L., J.E. Gilster, and D.A. Iouton, 1996, "Expected Inflation, Interest Rates, and Stock Returns", *Financial Review* 31, pg. 809-830.
- Donalson, G, 1961, Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and The Determinants of Corporate Debt Capacity. Boston: Harvard University Press.
- Dulbecco, P, and Garrouste, P, 1999, Towards an Austrian Theory of the Firm, *Review of Austrian Economics*, 12, pg. 43-64.
- Dutta, S, A., Collins, C, M., and Wansley W, J, 1996, An Examination of the Non-Linear Effect of Insider Ownership on Corporate Policy Choices U, *Fairleigh Dickinson University, Madison*, New Jersey 07940.
- Easterbrook, F.H, 1984, Two Agency-cost Explanation of Dividends, *American Economic Review*, Vol 74, September, pg. 650-659.
- Eduardus Tandelilin, 1997, Determinants of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stock, *Kelola, Gadjah Mada University Business Review*, No. 16/VI/1997.
- Emmons, W.R, 2000, The Information Content of Treasury Inflation-Indexed Securities. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, November/December.
- Eli Amir, Guan, Y., and Livne, G, 2006, London Business School, Regent's Park London, NW1 4SA United Kingdom, e-mail: eamir@london.edu, Cass Business School City University 106 Bunhill Row London, EC1Y 8TZ United Kingdom, The Relative Association of R² and Capital Expenditures with Earnings Variability.
- Eric Schulz and Stewart L. Tubbs, 2006. Stock Options Influence on Manager's Salaries and Firm Performance, *The Business Review*, Cambridge; Sept; 5,1; ABI/INFORM Research, pg 14-19.
- Ertugrul, M., Sezer, O., and Sirmans, C.F, 2003, University of Connecticut 2100 Hillside Road Unit 1041 Storrs, CT 06269-1041, E-mail:

mertugrul@business.uconn.edu, University of Toledo College of Business Administration 2801 W. Bancroft Street Toledo, OH 43606-3390, E-mail: ozcan.sezer@utoledo.edu, University of Connecticut 2100 Hillside Road Unit 1041 Storrs, CT 06269-1041, E-mail: cf@business.uconn.edu, Financial Leverage, CEO Compensation and Corporate Hedging: Evidence from Real Estate Investment Trusts.

Fama, E. F, 1986, Agency Problem and Theory of Firm, *Journal Political Economy*, 88, pg. 301-325.

Fama, E. F, and French, K. R, 2002, The Equity Premium, *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 2, April, Pg. 637-659.

Ferguson, R., Rentzler, J., and Yu, S, 2005, Iona College Hagan School of Business Department of Finance, Business Economics and Legal Studies 160-15 77th Rd Fresh Meadows, NY 11365, E-mail: syu@iona.edu, Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance or Profitability?.

Fernandez, P, 2001, IESE Business School Camino del Cerro del Aquila 3 28023 Madrid, Spain, e-mail: fernandezpa@iese.edu, Optimal Capital Structure: Problems with the Harvard and Damodaran Approaches.

Fogelberg, L and Griffith, J.M, 2000, Control and Bank Performance, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, V. 13, No. 3, pg. 63-69.

Foss, N.J., Lando, H, and Thomsen, S, 1999, *Department of Industrial Economics and Strategy Copenhagen Business School, Department of Finance Copenhagen Business School, and Institute of International Business Aarhus Business School*, The Theory of the Firm.

Francis, Jack Clark, 1988, *Management of Investments*. Second Edition, McGraw-Hill, International Editions Financial Series, Singapore.

Francis, J; R. LaFond; P.M. Olsson, and K. Schipper, 2004, “Costs of Equity and Earnings Attributer”. *The Accounting Review*, Vol 79, No. 4, Oktober, Pg. 967-1010.

Franco, L.G, 1989, Global corporate competition: Who’s winning, who’s losing, and the R & D factor as one reason why, *Strategic Management Journal*, 10, pg. 449-474.

- Friend I, and L.P.H. Lang, 1988, An Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, Juny, 43, pg. 271-281.
- Fuller, Russel. J, and Farrell James, L. Jr, 1987, *Modern Investments and Security Analysis*. McGraw-Hill, International Editions Financial Series, Singapore.
- Garvey, G.T and Mawani, A, 2005, Risk-taking Incentives of Executive Stock Options and The Asset Substitution Problem, *Accounting and Finance* 45 (2005), pg. 3-23.
- Garvey, G.T and Milbourn, T.T, 2000, Finance Division, Faculty of Commerce and Business Administration, University of British Columbia, Vancouver BC, V6T 1Z2, E-mail: Gerald.garvey@commerce.ubc.ca, and London Business School and University of Chicago, Graduate School of Business, Chicago, IL, 60637, E-mail: todd.milbourn@gsb.uchicago.edu, internet: <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/todd.milbourn/>, EVA versus Earnings: Does it matter which more highly correlated with Stock Return?.
- Ghossoub, E.A and Reed, R.R, 2006, The Stock Market, Monetary Policy, and Economic Development, University of Kentucky, Lexington, Kentucky, 40506-0034; Email: rrreed@uky.edu.
- Gitmant, L. I, and Joehnk, M. D, 1996, *Fundamental of Investing*, Sixth Edition, Harper Collins Publisher Inc.
- Gourio, Francois, 2005, Department of Economics, University of Chicago, E-mail: fran-cois@uchicago.edu, web page, http://home.uchicago.edu/**francois, Operating Leverage, Stock Market Cyclicity, and the Cross-Section of Return.
- Grant, J.L, 1996, Foundation of EVATM for Investment Manager, *The Journal of Portfolio Management*, pg. 41-48.
- Grossmant, S., and O. Hart, 1982, Corporate Financial Structure and Managerial Incentives in the Economics of Information and Uncertainty, J, *Mccall, University of Chicago Press*.
- Gudono, 1999, Penilaian Pasar Modal Terhadap Fluktuasi Bisnis Real-Estate, *Kelola*, No. 20/VIII/1999.

- Gugler, K., Mueller, C. D., and Yurtoglu, B. B, 2004, Marginal q, Tobin's q, Cash Flow, and Investment, *Southern Economic Journal*, 70(3), pg. 512-531.
- Gujarati, Damodar, N, 2003, *Basic Econometrics*, "Fourth Edition, International Edition, McGraw-Hill.
- Hair, et al, 1998, *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice-Hall International, London.
- Hamada, R.S., 1972, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, *Journal of Finance* 27, pg. 435-452.
- Harford, J and Li, K, 2005 University of Washington Business School, Seattle, WA 98195-3200, E-mail jarred@u.washington.edu, Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: Evidence from Acquisitions and Capital Expenditures.
- Harney, M and Tower, E, 2003, Rational Pessimism: Predicting Equity returns Using Tobin's q and Price/Earnings Ratios, *The Journal of Investing* (forthcoming) January 2, 2003, pg. 1-24.
- Harrison, J.S., and Oler, D, 2005, Robins School of Business University of Richmond, Richmond, VA 23171, E-mail: harisson@richmond.edu, Kelley School of Business Indiana University Bloomington, IN 47405, E-mail: doler@indiana.edu, Financial leverage and Acquisition Performance.
- Harris M., Raviv A, 1990, Capital Structure and the Information Role of Debt, *The Journal of Finance*, June, pg. 321-349.
- Harris M., Raviv A, 1991, The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, 46, pg. 297-355.
- Haugen, P., and L., Senbet, 1981, Resolving The Agency Problem of External Capital Through Option, *Journal of Finance*, 36, Juny, pp. 629-647.
- Heinfeldt, J and Curcio, R, 1997, Employee Management Strategy, Stakeholder-Agency Theory, and The Value of Firm, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 10, No. 1, pg. 67-75.
- Hellmann, T, 2005, Sauder School of Business University of British Columbia, 2053 Main Mall, Vancouver, B.C., V6T 1Z2. Email: hellman@sauder.ubc.ca,

website: <http://strategy.sauder.ubc.ca/hellmann/>, Entrepreneurship in the Theory of the Firm : the process of obtaining resources.

- Hennessy, C. A, 2004, Tobin's Q, Debt Overhang, and Investment, *The Journal of Finance*, LIX:4, pg. 1717-1742.
- Hermanto, B., 1999, "Pasar Modal: Harga Tidak Mencerminkan Informasi", *Usahawan* 27, pg. 53-5.
- Hermeindito, 2004, Informasi Asimetri dan Kontrol Manajemen: Analisis Kepekaan Investasi dan *Leverage* Terhadap Pemilihan Sumber-sumber Pendanaan, *Disertasi*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Hill, C.W.L and Snell, S.A, 1989, The Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity, *Academy of Management Journal*, 32, pg. 25-46.
- Hitt, M.A., Harrison. J.S., Ireland, R.D, 2001, *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*, Oxford University Press, New York NY.
- Hitt, M.A., Hoskisson, R.E., Ireland, R.D., Harrison, J.S, 1991, Effects of Acquisitions on R & D Inputs and Outputs, *Academy of Management Journal*, 34, pg. 693-706.
- Homaifar, G. J. Ziest., and O. Benkato, 1994, "An Empirical Model of Capital Structure : Some New Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, p. 1-14.
- Horne, Van, J.C and Wachowicz, J.M, Jr, 2001, *Fundamental of Financial Management*. Prentice-Hall, Inc. A Simon & Schuster Company Englewood Cliffs, new Jersey 07632.
- Hutchinson, M, 2001, School of Accounting and Finance Deakin University 221 Burwood Highway Victoria, Email hutch@deakin.edu.au, A Contracting-Agency Analysis of the Association Between Firm Risk, Incentives and Firm Performance: An Australian Perspective.
- Hyun-Han and Stulz, Rene. M, 2000, National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, <http://www.nbr.org/papers/w7808>, Firm Value, Risk, and Growth Opportunities.

- Imam Ghozali, dan Irwansyah, 2002, Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan alat ukur EVA, MVA dan ROA terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ, *Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen*, Vol. 9, No. 1, Hal. 18-33.
- Imam Ghozali, 2002, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi 2, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Ikeda, Masayuki, 2005, School of Finance, Accounting and Law Waseda University, 1-4-1 Nihombashi, Chou-ku, Tokyo 103-0027, E-mail: mikeda@waseda.jp, web side: <http://www.waseda.jp/wnfsnif/index.htm>, Risk Shifting Incentive of the Firm when its Value is Correlated with Interest Rate.
- Iswardono, 1999, Suku Bunga Turun dan Investasi Meningkat, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume IV No. 2, halaman 34-42.
- Jensen, M.C, 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economics Review*, 76. May, pg. 232-329.
- Jensen, M., and W.H. Meckling, 1976, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Sructure, *Journal of financial Economic* 3, No. 4. pg. 305-360.
- Jensen, Michael, and Kevin Murphy, 1990, "Performance Pay and Top-Management Incevtives", *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 2 (April), pg. 225-262.
- Jensen, Gerald R, D, P., Soberg., and T, S. Zorn, 1992, Simutaneous Determinant of Insiders Ownership, Debt and Dividend, *Jurnal of Financial Quantitative Analysis*, 27. pg. 247-263.
- Jensen, G.R., R.R. Jhonson and W.S. Bauman, 1997, "Federal Reserve Monetary Policy and Industrial Stock Returns", *Journal of Business Finance and Accounting* 24, pg. 629-644.
- Jogiyanto Hartono dan Chendrawati, 1999, ROA and EVA: A Comparative Empirical Study, *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol. 1, No. 1, pp. 45-54.
- Jogiyanto Hartono, 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 3, Penerbit BPFE Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

- Jones, C.P and Wilson, J.W, 2005, College of Management, North Carolina State University, Raleigh, NC 27695, 919-515-6940, E-mail: Charles.Jones@ncsu.edu, The Impact of Inflation Measures on the Real Return and Risk of U.S Stocks.
- Kalay, A, 1982, Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints, *Journal of Financial Economics*, Vol. 10, July, pg. 211-233.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu, 1999, Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance, National Bureau of Economic Research Working Paper, <http://www.nber.org/papers/w6955>.
- Kraus, A., and R.H. Litzenberger, 1973, A State-Preference Model on Optimal Financial Leverage, *The Journal of Finance*, 28, September, pg. 911-922.
- Lambert, R. A, 2001, Contracting Theory and Accounting, *Journal of Accounting and Economics* (32), pg. 3-87.
- Lang, Larry H.P and Rena M. Stulz, 1994, Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pg. 1248-1280.
- Lee, C.M.C, 1996, "Measuring Wealth", *CA Magazine*, April, pg. 32-37.
- Lee, S.B., 1992, "Causal Relations Among Stock returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation", *Journal of Finance* 47, pg. 1591-1603.
- Lemmon, M. L., and Lins, K. V, 2003, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence From the East Asian Financial Crisis, *The Journal of Finance* LVIII:4, p. 1445-1468.
- Lev, B, 1974, On the Association Between Operating Leverage and Risk, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 9, pg. 621-641.
- Leyland, H and D. Pyle, 1977, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, May 1977, pp. 371-388.
- Lindenberg, E., and Ross, S (1981), Tobin's q Ratio and Industrial Organization, *Journal of Business*, 54 (1), pg. 1-32.
- Lins, K. V, 2003, Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38:1, pg. 159-184.

- Lintner, J, 1965, The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistic* 47, pg. 13-37.
- Lukman Syamsuddin, 1994, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Konsep Aplikasi dalam: Perencanaan, Pengawasan dan Pengambilan Keputusan. Penerbit PT. RajaGrafindo Persada, Jakarta.
- Lyandres, E., and Zhdanov, A, 2005, Jesse H. Jones Graduate School of Management, Rice University, Houston TX 77005, E-mail: lyandres@rice.edu, School of Management, George Mason University, Fairfax, VA 22030, E-mail: azhdanov@gmu.edu, Underinvestment or Overinvestment: The Effect of Financial Leverage on Investment.
- Ma, C.K. and G.W. Kao, 1990, "On Exchange Rate Changes and Stock Price Reactions", *Journal of Business Finance and Accounting* 17, pg. 441-449.
- Mandelker, G.N, and S.G. Rhee, 1984, The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, pg. 45-57.
- Mankiw, N, Gregory, 2003, *Macroeconomics* 5th Edition. First Published in the US by Worth Publishers, New York and Basingstone. Edisi Indonesia, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Markowitz, H.M, 1952, Portfolio Selection, *Journal of Finance* 7, pg. 77-91.
- Martin, J.D & J.W Kensinger, 1990, Corporate Research and Development Expenditures and Share Value, *Journal of Financial Economics* 26, pg. 255-276.
- Martin Sewell, 2008, *Technical Analysis*. Department of Computer Science University College London.
- Masulis, R.W, 1988, *The Debt/Equity Choise*, Canbridge, MA, Ballinger.
- Matsumoto, D.A, 2002, Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises, *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 3, July, pg. 483-514.
- Matthew S. Lilling, 2006, The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?, *Atlantic Economic Journal*, 34, pp. 101-114.

- Mawani, A, 2003, Cancellation of Executive Stock Option: Tax and Accounting Income Considerations, *Contemporary Accounting Research* 20, pp. 495-517.
- McConnel, J.J and C.J Muscarella (1985), Corporate Capital Expenditure Decision and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economic* 14, pg. 399-422.
- McConnell, J., and H. Servaes, 1990, Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, 27, pg. 595-612.
- McConnell, J., and H. Servaes, 1995, Equity Ownership and the Two Faces of Debt, *Journal of Financial Economics*, 39, pg.131-157.
- Megginson, William, L, 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison_Wesley Educational Publishers, Inc.
- Mehran, Hamid, 1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure, *Journal of Finance Quantitative Analysis*, 27: 4, December, pg. 539-560.
- Mehran, H, 1995, Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* 38, pg. 163-184.
- Mikkelson, Wayne H., and M, Megan Partch, 1997, The Decline of Takeovers and Discliplinary Managerial Turnover, *Journal of Financial Economics*, 44, p. 205-228.
- Mike Rousana, (1997), Memanfaatkan EVA untuk Menilai Perusahaan di Pasar Modal Indonesia, *Usahawan* No. 4, Th. XXVI, Hal. 18-21.
- Milbourn, Todd T, 1996 "The Executive Compensation Puzzle: Theory and Evidence" *IFA Working Paper* No. 235, London Business School.
- Mintzberg, H, 1983, *Power In and Arround Organizations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Modigliani, F., and M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48 (3), pg. 261-297.

- Modigliani, F and Miller, M., 1963, Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, June, pg. 433-443.
- Moh'd, A, M., Perry, G, L., and Rimbey, N, J, 1998, The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*, 33, pg. 85-98.
- Mohtadi, H, and Agarwal, S, 1998, Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries, University of Wisconsin-Milwaukee, Milwaukee, WI 53201, email: mohtadi@uwm.edu.
- Morck, R., A. Shleifer and W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, 20, pg. 293-315
- Morris, Richard D, 1987, Signaling, Agency Theory and Accounting Policy Choise, *Accounting and Business Research*, Volume 18, No. 69, 1987, pg. 47-56.
- Mossin, J, 1966, Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica* 34, pp. 768-783.
- Mudrajat Kuncoro, 1996, *Manajemen Keuangan Internasional: Pengantar Ekonomi dan Bisnis* Global. PBF E UGM, Yogyakarta.
- Mulyadi, 1997, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, BPFE UGM Yoguakarta.
- Murphy, K.J, 1999, *Executive Compensation*. In: Ashenfelter O & Card D (eds) *Handbook of Labor Economics*, North Holland.
- M.Y. Dedi Haryanto dan Riyatno, 2007, Pengaruh Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia dan Nilai Kurs Terhadap Risiko Sistematis Saham Perusahaan di BEJ, *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, Vol.5, No. 1, Maret 2007, Hal. 24 – 40.
- Myers, Stewart C, 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39: 3, July, pg. 575-592.
- Myers, Stewart C, and Nicholas S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, pg. 187-221.
- Nieuwerburgh, S.V., Buelens, F, and Cuyvers, L, 2005, Stock Market Development and Economic Growth in Belgium, *Working Paper*, New York University

Stern School of Business Suite 9-120, 44 West Fourth Street, New York, NY 10012 and University of Antwerp.

Nohel, T and Todd, S, 2001, Department of Finance, School of Business Administration, Loyola University Chicago, 820 N. Michigan Avenue, Chicago, IL 60611, E-mail stodd@luc.edu, Stock Options and Managerial Incentives to Invest.

Nooteboom, B, 2002, Rotterdam School of management, Erasmus University Rotterdam, e-mail: b.nooteboom@fbk.eur.nl, A Cognitive Theory of the Firm.

Oxelheim, L., & Wihlborg, C, (1997), *Managing in the Turbulent World Economy: Corporate Performance and Risk Exposure*, London: Wiley.

Oyer, P, 2004, Why Do Firms Use Incentives That Have No Intensive Effect?, *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 4, pg. 1619-1649.

Ozerturk, S, 2004, Managerial Risk Reduction, Incentives and Firm Value, *Working Paper*, Department of Economics, Southern Methodist University, 75275 Dallas, TX.

Pagano, M., and Volpin, P. E, 2005, Managers, Workers, and Corporate Control, *The Journal of Finance*, LX:2, pg. 841-868.

Pasternack, D and Rosenberg, M, 2002, Department of Finance and Statistics Swedish School of Economics and Business Administration 00101 Helsinki, E-mail: publ@shh.fi, and internet: <http://www.shh.fi/services/biblio/papers/index.htm>, The Impact of Stock Option Incentives on Investment and Firm Value.

Penman, S.H, 2003, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Edition, McGraw Hill.

Pi, L, and Timme, S.G, 1993, Corporate Control and Bank Efficiency, *Journal of Banking and Finance*, V. 20, No. 2,3, pg. 515-530.

Rajan, M. V., and Saouma, R. E, 2006, Optimal Information Asymmetry, *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 3, May. Pg. 677-712.

- R. Charles Moyer., Ramesh P. Rao., and Jean Francois Regnard, 1996, Signaling and Mimicry: The Evidence from Firm Goal Definition, *Managerial Finance*, Volume 22, No. 8, 1996, pg. 3-17.
- Ritter, J. R, 2004, Economic Growth and Equity Returns, University of Florida Gainesville FL 32611-7168, <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.
- Robiatul Auliyah dan Ardi Hamzah, 2006, Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap *Return* dan *Beta* Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi 9* Padang.
- Ross, S. A., R.W. Westerfield and J. Jaffe, 2002, ***Corporate Finance***, 6th edition, Irwin/McGraw-Hill, Boston.
- Ross, S. A, 2004, Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness, ***The Journal of Finance***, LIX:1, pg. 207-225.
- Rubinstein, M.E, 1973, A Mean–Variance Synthesis of Corporate Financial Theory, ***Journal of Finance*** 28, pg. 167-181.
- Ryan, H and Wiggins, R, 2001, The Influence of Firm and Manager-Specific Characteristics on the structure of Executive Compensation, ***Journal of Corporate Finance*** 7, pg. 101-123.
- Ryan Jr., H.E and R.A Wiggins, 2002, The Interactions Between R&D Investment Decisions and Compensation Policy, ***Financial Management***, Spring, Vol. 31, pg. 5-29.
- Sadono Sukirno, 2000, *Makro Ekonomi Modern: Perkembangan Pemikiran dari Klasik Hingga Keynesian baru*. Penerbit, PT. RajaGrafindo Persada, Jakarta.
- Saunders, Antony., Strock, Elizabeth., Travos., and Nicolas G, 1990, Ownership, Structure Deregulation and Bank Risk Taking, ***Journal of Finance***, Juny, pp. 643-654.
- Schmid, F.A, 2005, Stock Return and Interest Rate Risk at Fannie Mae and Freddie Mac, ***Federal Reserve Bank of St. Louis Review***, January/February 2005.
- Schumpeter, 1908, The Theory of Economic Development.

- Seng-Mook Lee and Keunkwan Ryu, 2003, Samsung Research Institute of Finance, and The Institute of Social and Economic Research Osaka University 6-1 Mihogaoka, Ibaraki, Osaka 567-0047, Japan, and Department of Economics Seoul National University, e-mail: ryu@snu.ac.kr, Management Ownership and Firm's Value: An Empirical Analysis Using Panel data.
- Sharpe, W. F, 1964, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance* vol. 19, no. 3, pp. 425-442.
- Shenoy, C., and Vafeas, N, 2003, School of Economics and Management, University of Cyprus, Nicosia-1678, Cyprus, e-mail: bavafeas@ucy.ac.cy, The Free Cash Flow Effects of Capital Expenditure Announcements.
- Shin, H-H and Stulz, R.M, 2000, National Bureau of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, internet: <http://www.nber.org/-papers/w7808>, Firm Value, Risk, and Growth Opportunities.
- Shrieves, R.E and Wachowicz, J.M, Jr, 2000, Department of Finance College of Business Administration The University of Tennessee Stokeley Management Center Knoxville, TN 37996, E-mail: rshrieve@utk.edu, and jwachowi@utk.edu, Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVATM), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation.
- Siddharta Utama, 1997, Economic Value Added : Pengukuran Penciptaan Nilai Perusahaan, *Usahawan*, No. 04 Th. XXVI April 1997.
- Siegel, Joel G, and Jae K. Shim, 1987, *Dictionary of Accounting Terms*, Barron's Educational Series, Inc.
- Siti Zubaidah, 2004, Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Nilai Kurs Terhadap Beta Saham Syariah pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII), *Tesis*, UMM, Magelang.
- Sloan, R. G, 1996, Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow about Future Earnings, *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 3, July, Pg. 289-315.
- Smith, Jr. Clifford . W, 1990, *The Modern Theory of Corporate Finance*, Second Edition., McGraw-Hill Publishing Company.

- Smith, G.P, 2005, Department of Banking and Finance, Terry College of Business, University of Georgia, Athens, GA 30602-6253, USA, ***How Important are Systematic Risk and Firm Size to Executive Compensation? It's All Relative.***
- Stewart III, G, B, 1995, EVA works-but not if you make these Common Mastakes, ***Fortune***, 1 Mei, pg. 117-118.
- Stoughton, N. M., and Zechner, J, 2003, ***Optimal Capital Allocation Using RAROCTM and EVA***, UC Irvine, and University of Vienna, p. 1-34.
- Stulz, Rene M, 1988, "Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics* 20, pg. 25-54.
- Sudjono, 2002, Analisis Keseimbangan dan Hubungan Simultan Antara Variabel Ekonomi Makro Terhadap Indeks Harga Saham di Bursa Efek Jakarta dengan Metode VAR (*Vector Autoregression*) dan ECM (*Error Correction Model*), *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 2. No. 3, pg. 81-97.
- Sulastri, 2006, Pilihan Strategi Diversifikasi dan Implikasinya : Sebuah pengembangan Model Teoritik, *Disertasi*, Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang (tidak dipublikasikan).
- Sunarto, 2008, Peran Persistensi Laba dalam Memoderasi Hubungan Antara Earnings Opacity dengan Biaya Equitas dan Aktivitas Perdagangan Saham (Studi Kasus pada Perusahaan *go public* di Indonesia selain Sektor Keuangan dan Propert), *Disertasi* Pasca Sarjana Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Sundaram, R.K., and Yermack, D.L, 2005, Department of Finance, Stern School of Business, New York University, New York, NY 10012, E-mail: rsundara@stern.nyu.edu, and dymack@stern.nyu.edu, Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation.
- Suryanto, 1998, Pengaruh Tingkat Suku Bunga Deposito dan Kurs Mata Uang Asing Terhadap IHSG di Bursa Efek Jakarta, *Duta Kompas* No. 19.
- Swee-Sum Lam and Bey-Fen Chng, 2006, Do Executive Stock Option Grants Have Value Implications for Firm performance?, *Rev Quant Finan Acc*, 26, pg. 249-274.

- Syahib Natarsyah, 2000, Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham (Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia), *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, Hal. 294-312.
- Taliaferro, R, 2006, Harvard Business School, Boston, MA 02163, E-mail: rtaliaferro@hbs.edu, *Firm Investment and Systematic Risk*.
- Thorbecke, W., 1997, "On stock Market returns and Monetary Policy", *Journal of Finance*, 52, pg. 635-654.
- Titman, S. & Wessels, R, 1988, "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, 43(1), pg. 1-19.
- Tri Gunarsih, 2003, Pengaruh Struktur Kepemilikan dalam Corporate Governance dan Strategi Diversifikasi Terhadap Kinerja Perusahaan, *Disertasi*, Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Turnbull, M., 1979, Debt Capacity, *The Journal of Finance*, 34, September, pg. 931-940.
- Uchida, Konari, 2006, Faculty of Economics and Business Administration, The University of Kitakyushu 4-2-1, Kitagata, Kokuraminamiku, Kitakyushu 802-8577 JAPAN, E-mail address: k_uchida@kitakyu-u.ac.jp *Agency Costs of Debt and the Relationship Between Firm Performance and Managerial Ownership: Evidence from Japan*.
- Villalonga, B., and Amit, R, 2004, Harvard Business School Soldiers Field Boston, MA 02163, E-mail: bvillalonga@hbs.edu. The Wharton School University of Pennsylvania 3620 Locust walk Philadelphia, PA 19104, E-mail: amit@wharton.upenn.edu, How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?.
- Webb, E, 2005, Agency Costs, Leverage, and Corporate Social Responsibility: A Test of Causality, *Financial Decisions*, Fall 2005, Article 1, pg. 1-19.
- Welch, I, 2004, "Capital Structure and Stock Returns", *Journal of political Economy*, 112, pg. 106-131.
- Wen-Chung Guo, 2006, Stock Bonus Compensation and Firm Performance in Taiwan, *Taiwan Economic Journal*.

- Weston, J.F dan Copeland, T.E, 1992, *Manajemen Keuangan* Edisi Kedelapan (Edisi revisi), Penebit Binarupa Aksara, Jakarta.
- Wolfe, J, and Aidar Sauaia, A.C, 2003, The Tobin q as a Company Performance Indicator, *Departments in Business Simulation and Experiential Learning*, Volume 30, 2003, pp. 155-159.
- Woolridge, J.R, 1988, "Competitive Decline and Corporate Restructuring: Is a Myopic Stock Market to Blame?", *Journal of Applied Corporate Finance* 1, pg. 26-36.
- Yau, J., Lau, E., and Liwan, L., 2008, *Do Malaysia Firms Practice The Pecking Order Theory in Their Capital Structure?*, Proceeding of The MFA Conference 2008, Pg. 244-2563.
- Yermack, David, 1996, Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40,pg. 185-211.
- Yew Kee Ho., Zhenyu Xu., and Chee Meng Yap, 2004, R & D Investment and Systematic Risk, *Accounting and Finance*, 44, pg. 393-418.
- Zahid Iqbal and Mohammad Habibur Rahman, 2003, Operational Actions and Reliability of The Signaling Theory of Dividens: An Investigation of earnings Anomaly Following Dividend Cuts and Ommissions, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 41, No. 1 & 2, pg. 13-25.
- Institute for Economic and Financial Research, "*Indonesian Capital Market Directory 2000 s/d 2006*", Jakarta

LAMPIRAN-LAMPIRAN :

Lampiran 1.

Jumlah Perusahaan yang *Listed* di BEI

| Tahun | Jumlah Perusahaan | Perubahan Naik/Turun | Persentase Perubahan |
|-------|-------------------|-------------------------|-------------------------|
| 1995 | 238 | - | - |
| 1996 | 253 | 15 | 6,30 |
| 1997 | 282 | 29 | 11,46 |
| 1998 | 288 | 6 | 2,13 |
| 1999 | 277 | (11) | (3,82) |
| 2000 | 290 | 13 | 4,69 |
| 2001 | 316 | 26 | 8,97 |
| 2002 | 331 | 15 | 4,75 |
| 2003 | 333 | 2 | 0,60 |
| 2004 | 331 | (2) | (0,60) |
| 2005 | 336 | 5 | 1,51 |
| 2006 | 339 | 3 | 0,89 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006 yang diolah.

Lampiran 2.

Jumlah Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di BEI

| Tahun | Jumlah Perusahaan | Perubahan Naik/Turun | Persentase Perubahan |
|-------|-------------------|-------------------------|-------------------------|
| 2000 | 147 | - | - |
| 2001 | 148 | 1 | 0,68 |
| 2002 | 157 | 9 | 6,08 |
| 2003 | 155 | (2) | (1,27) |
| 2004 | 152 | (3) | (1,94) |
| 2005 | 150 | (2) | (1,20) |
| 2006 | 156 | 6 | 4,00 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006 yang diolah.

Lampiran 3.

***Leverage* Keuangan Beberapa Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di BEI
(satuan : persen)**

| No | Kode Perusahaan | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Rata-rata |
|----|--------------------|------|------|------|------|------|------|-----------|
| 1 | ADES | 0.59 | 0.62 | 0.58 | 0.53 | 0.71 | 1.42 | 0.741667 |
| 2 | AQUA | 0.64 | 0.68 | 0.6 | 0.47 | 0.46 | 0.43 | 0.546667 |
| 3 | INDF | 0.76 | 0.73 | 0.76 | 0.69 | 0.68 | 0.68 | 0.716667 |
| 4 | MLBI | na | na | na | na | na | na | 0 |
| 5 | MYOR | 0.55 | 0.53 | 0.44 | 0.37 | 0.31 | 0.38 | 0.43 |
| 6 | SMAR | 1 | 1.15 | 1.09 | 1.07 | 1.08 | 0.58 | 0.995 |
| 7 | BATI | 0.53 | 0.45 | 0.42 | 0.35 | 0.43 | 0.39 | 0.428333 |
| 8 | GGRM | 0.44 | 0.39 | 0.37 | 0.37 | 0.41 | 0.41 | 0.398333 |
| 9 | HMSP | 0.55 | 0.56 | 0.47 | 0.41 | 0.56 | 0.6 | 0.525 |
| 10 | ARGO | 1.15 | 1.21 | 1.01 | 1 | 1.13 | 1.11 | 1.101667 |
| 11 | PAFI | 0.91 | 0.9 | 0.86 | 0.88 | 0.85 | 0.9 | 0.883333 |
| 12 | HDFX | 0.94 | 0.93 | 0.85 | 0.85 | 0.75 | 0.37 | 0.781667 |
| 13 | TEJA | 1.31 | 1.54 | 1.74 | 2.02 | 3.37 | 3.97 | 2.325 |
| 14 | MYTX | 0.92 | 1.01 | 1.05 | 0.74 | 0.8 | 0.86 | 0.896667 |
| 15 | INDR | 0.55 | 0.59 | 0.58 | 0.57 | 0.56 | 0.58 | 0.571667 |
| 16 | BATA | 0.4 | 0.36 | 0.29 | 0.32 | 0.35 | 0.42 | 0.356667 |
| 17 | BRPT | 0.94 | 1.17 | 0.78 | 1.13 | 1.17 | 0.54 | 0.955 |
| 18 | TKIM | 0.75 | 0.77 | 0.79 | 0.8 | 0.71 | 0.7 | 0.753333 |
| 19 | POLY | 1.84 | 1.85 | 1.9 | 2.05 | 2.65 | 1.99 | 2.046667 |
| 20 | DPNS | 0.22 | 0.16 | 0.13 | 0.21 | 0.21 | 0.16 | 0.181667 |
| 21 | INTP | 0.9 | 0.77 | 0.67 | 0.55 | 0.52 | 0.47 | 0.646667 |
| 22 | SMCB | 2.2 | 1 | 0.67 | 0.65 | 0.71 | 0.75 | 0.996667 |
| 23 | ASII | 0.96 | 0.9 | 0.75 | 0.74 | 0.63 | 0.6 | 0.763333 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006 yang diolah.

Lampiran 4.

***Capital Expenditure* Beberapa Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di BEI
(satuan : juta rupiah)**

| No | Kode Perusahaan | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Rata-rata |
|-----------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| 1 | ADES | -18404 | -1661 | -10494 | -81085 | 67794 | -8770 |
| 2 | AQUA | 102851 | 49602 | -27890 | -20551 | -2630 | 20276.4 |
| 3 | INDF | 223907 | 233546 | 164527 | 187439 | 8373 | 163558.4 |
| 4 | MLBI | 5083 | -12993 | -1502 | 32274 | 62764 | 17125.2 |
| 5 | MYOR | -44404 | -52687 | -44747 | 9511 | 121550 | -2155.4 |
| 6 | SMAR | -56616 | 128430 | 49931 | 141038 | 236883 | 99933.2 |
| 7 | BATI | -13437 | -19396 | -2727 | -19966 | 6428 | -9819.6 |
| 8 | GGRM | 565577 | 1608104 | 1136344 | 1991484 | 386635 | 1137628.8 |
| 9 | HMSP | -5603 | -136673 | 333272 | 36881 | 223062 | 90187.8 |
| 10 | ARGO | -92685 | -96517 | -1390351 | 1243013 | 196718 | -27964.4 |
| 11 | PAFI | 41574 | -40011 | -36750 | -6762 | -38861 | -16162 |
| 12 | HDFX | -22431 | -127259 | -123614 | -626302 | 19151 | -176091 |
| 13 | TEJA | -81147 | -77315 | -59678 | -97637 | -76342 | -78423.8 |
| 14 | MYTX | -2707 | -78542 | 22891 | -105867 | -100012 | -52847.4 |
| 15 | INDR | 209726 | -705571 | -290866 | 147774 | 155474 | -96692.6 |
| 16 | BATA | 7791 | -1092 | -677 | 3300 | 11466 | 4157.6 |
| 17 | BRPT | -34823 | -49730 | -4569 | -36807 | -56962 | -36578.2 |
| 18 | TKIM | 465726 | -2590276 | -1198911 | 857596 | 514846 | -390203.8 |
| 19 | POLY | -897689 | -890667 | -444281 | -756159 | -584203 | -714599.8 |
| 20 | DPNS | -819 | 7894 | 124 | -1061 | -461 | 1135.4 |
| 21 | INTP | 40992 | -190725 | -400780 | -379421 | 50685 | -175849.8 |
| 22 | SMCB | -372281 | 1670642 | 339491 | -269923 | -3308489 | -388112 |
| 23 | ASII | 172131 | -631788 | -340904 | 2468238 | 2947418 | 923019 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006 yang diolah.

Lampiran 5.

Saham Bonus pada Beberapa Perusahaan Manufaktur di BEI

| No. | Kode Perusahaan | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-----|--------------------|------|------|------|------|------|------|
| 1 | ADES | N | N | N | N | N | N |
| 2 | AQUA | N | N | N | N | N | N |
| 3 | INDF | N | N | N | N | N | N |
| 4 | MLBI | N | N | N | N | N | N |
| 5 | MYOR | N | N | N | N | N | N |
| 6 | SMAR | N | Y | N | N | N | N |
| 7 | BATI | N | N | N | N | N | N |
| 8 | GGRM | N | N | N | N | N | N |
| 9 | HMSP | N | N | N | N | N | N |
| 10 | ARGO | N | N | N | N | N | N |
| 11 | PAFI | N | N | N | N | N | N |
| 12 | HDFX | N | N | N | N | N | N |
| 13 | TEJA | N | N | N | N | N | N |
| 14 | MYTX | N | N | N | N | N | N |
| 15 | INDR | N | N | N | N | N | N |
| 16 | BATA | N | N | N | N | N | N |
| 17 | BRPT | N | N | N | N | N | N |
| 18 | TKIM | N | N | N | N | N | N |
| 19 | POLY | N | N | N | N | N | N |
| 20 | DPNS | Y | N | N | N | N | Y |
| 21 | INTP | N | N | N | N | N | N |
| 22 | SMCB | N | N | N | N | N | N |
| 23 | ASII | Y | Y | Y | Y | Y | N |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006.

Lampiran 6.

Return on Asset (ROA) Beberapa Perusahaan Manufaktur yang Listed di BEI
Satuan : Persen

| No | Kode Perusahaan | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Rata-rata |
|----|--------------------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|-----------|
| 1 | ADES | 45.41 | -4.94 | 3.57 | 1.83 | -126.18 | -56.77 | -22.8467 |
| 2 | AQUA | 11.28 | 9.35 | 12.12 | 12.09 | 13.65 | 8.81 | 11.21667 |
| 3 | INDF | 5.15 | 5.75 | 5.26 | 3.94 | 2.47 | 0.84 | 3.901667 |
| 4 | MLBI | 21.61 | 21.99 | 17.9 | 18.68 | 15.79 | 15.12 | 18.515 |
| 5 | MYOR | -1.78 | 2.35 | 8.97 | 6.59 | 6.65 | 3.13 | 4.318333 |
| 6 | SMAR | -14.05 | -15.41 | 7.82 | 1.92 | -2.72 | 6.62 | -2.63667 |
| 7 | BATI | 7.07 | 15.52 | 16.97 | 7.61 | -2.92 | -2.8 | 6.908333 |
| 8 | GGRM | 21.59 | 15.52 | 13.51 | 10.6 | 8.69 | 8.54 | 13.075 |
| 9 | HMSP | 11.89 | 10.09 | 17.02 | 13.8 | 17.03 | 19.97 | 14.96667 |
| 10 | ARGO | -16.03 | -6.32 | 24.1 | 0.7 | -13.26 | -10.96 | -3.62833 |
| 11 | PAFI | -9.88 | -6.12 | 3.18 | -5.92 | -8.47 | -4.93 | -5.35667 |
| 12 | HDTX | -9.92 | -1.79 | 5.07 | -1.57 | -1.49 | 8.39 | -0.21833 |
| 13 | TEJA | -28.29 | -22.01 | -15.6 | -30.25 | -48.4 | -56.12 | -33.445 |
| 14 | MYTX | -7.96 | -8.99 | -3.83 | -4.27 | -3.63 | -3.96 | -5.44 |
| 15 | INDR | 3.48 | -6.43 | 2.05 | 2.06 | 2.06 | 2.06 | 0.88 |
| 16 | BATA | 30.47 | 28.47 | 23.02 | 15.47 | 13.54 | 8.2 | 19.86167 |
| 17 | BRPT | -15.31 | -23.14 | 4.03 | 6.92 | -4.29 | 29.99 | -0.3 |
| 18 | TKIM | -15.64 | -2.33 | -2.23 | -1.43 | 8.75 | 0.86 | -2.00333 |
| 19 | POLY | -48 | 3.26 | 5.64 | -6.24 | -31.24 | -13.81 | -15.065 |
| 20 | DPNS | 12.67 | 8.2 | 2.11 | -0.84 | 4.3 | 3.12 | 4.926667 |
| 21 | INTP | -7.54 | -0.53 | 9.08 | 6.61 | 1.19 | 7.02 | 2.638333 |
| 22 | SMCB | -101.75 | 19.48 | 6.51 | 2.28 | -7.09 | -4.56 | -14.1883 |
| 23 | ASII | -14 | 3.13 | 1.17 | 16.13 | 13.81 | 11.61 | 5.308333 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006 yang diolah.

Lampiran 7.

**Harga Saham Beberapa Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di BEI
(Satuan : Rupiah)**

| No | Kode Perusahaan | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|----|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 | ADES | 2300 | 1125 | 725 | 1025 | 2275 | 1660 |
| 2 | AQUA | 14000 | 30000 | 37500 | 47800 | 48000 | 63000 |
| 3 | INDF | 775 | 625 | 600 | 800 | 800 | 910 |
| 4 | MLBI | 34000 | 23000 | 27500 | 32000 | 42500 | 50000 |
| 5 | MYOR | 550 | 320 | 380 | 875 | 1200 | 820 |
| 6 | SMAR | 2800 | 800 | 700 | 3075 | 3100 | 950 |
| 7 | BATI | 12100 | 6300 | 8950 | 8100 | 9000 | 7500 |
| 8 | GGRM | 13000 | 8650 | 8300 | 13600 | 13550 | 11650 |
| 9 | HMSF | 14900 | 3200 | 3700 | 4475 | 6650 | 8750 |
| 10 | ARGO | 1400 | 900 | 700 | 1300 | 1325 | 1300 |
| 11 | PAFI | 400 | 240 | 100 | 80 | 100 | 70 |
| 12 | HDFX | 825 | 205 | 200 | 275 | 500 | 400 |
| 13 | TEJA | 3000 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 |
| 14 | MYTX | 500 | 200 | 110 | 175 | 1300 | 75 |
| 15 | INDR | 750 | 425 | 450 | 525 | 625 | 470 |
| 16 | BATA | 14000 | 14000 | 15000 | 14100 | 14000 | 14500 |
| 17 | BRPT | 130 | 50 | 90 | 270 | 450 | 550 |
| 18 | TKIM | 625 | 185 | 155 | 575 | 2275 | 3150 |
| 19 | POLY | 225 | 25 | 20 | 30 | 45 | 45 |
| 20 | DPNS | 575 | 385 | 220 | 235 | 1000 | 1010 |
| 21 | INTP | 1600 | 700 | 675 | 2125 | 3075 | 3550 |
| 22 | SMCB | 1600 | 1250 | 145 | 405 | 575 | 475 |
| 23 | ASII | 2000 | 1950 | 3150 | 5000 | 9600 | 10200 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006 yang diolah.

Lampiran 8.

Leverage Keuangan dan Return on Asset Beberapa Perusahaan Manufaktur di BEI

| Kode Perusahaan | Leverage Keuangan | | | | | | Return on Asset (ROA) | | | | | |
|-----------------|-------------------|------|------|------|------|------|-----------------------|--------|-------|--------|---------|--------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| ADES | 0.59 | 0.62 | 0.58 | 0.53 | 0.71 | 1.41 | 45.41 | -4.94 | 3.57 | 1.83 | -126.18 | -56.77 |
| AQUA | 0.64 | 0.68 | 0.6 | 0.47 | 0.46 | 0.43 | 11.28 | 9.35 | 12.12 | 12.09 | 13.65 | 8.81 |
| INDF | 0.76 | 0.73 | 0.76 | 0.69 | 0.68 | 0.68 | 5.15 | 5.75 | 5.26 | 3.94 | 2.47 | 0.84 |
| MLBI | na | na | na | na | na | na | 21.61 | 21.99 | 17.9 | 18.68 | 15.79 | 15.12 |
| MYOR | 0.55 | 0.53 | 0.44 | 0.37 | 0.31 | 0.38 | -1.78 | 2.35 | 8.97 | 6.59 | 6.65 | 3.13 |
| SMAR | 1 | 1.15 | 1.09 | 1.07 | 1.08 | 0.58 | -14.05 | -15.41 | 7.82 | 1.92 | -2.72 | 6.62 |
| BATI | 0.53 | 0.45 | 0.42 | 0.35 | 0.43 | 0.39 | 7.07 | 15.52 | 16.97 | 7.61 | -2.92 | 2.8 |
| GGRM | 0.44 | 0.39 | 0.37 | 0.37 | 0.41 | 0.41 | 20.59 | 15.52 | 13.51 | 10.6 | 8.69 | 8.54 |
| HMSP | 0.55 | 0.56 | 0.47 | 0.41 | 0.56 | 0.6 | 11.89 | 10.09 | 17.02 | 13.8 | 17.03 | 19.97 |
| ARGO | 1.15 | 1.21 | 1.01 | 1 | 1.13 | 1.11 | -16.03 | -6.32 | 24.1 | 0.7 | -13.26 | -10.96 |
| PAFI | 0.91 | 0.9 | 0.86 | 0.88 | 0.85 | 0.9 | -9.88 | -6.12 | 3.18 | -5.92 | -8.37 | -4.93 |
| HDFX | 0.94 | 0.93 | 0.85 | 0.85 | 0.75 | 0.37 | -9.92 | -1.79 | 5.07 | -1.57 | -1.49 | 8.39 |
| TEJA | 1.31 | 1.54 | 1.74 | 2.02 | 3.37 | 3.97 | -28.29 | -22.01 | -15.6 | -30.25 | -48.4 | -56.12 |
| MYTX | 0.92 | 1.01 | 1.05 | 0.74 | 0.8 | 0.86 | -7.96 | -8.99 | -3.83 | -4.27 | -3.63 | -3.96 |
| INDR | 0.55 | 0.59 | 0.58 | 0.57 | 0.56 | 0.58 | 3.48 | -6.43 | 2.02 | 2.06 | 2.06 | 2.06 |
| BATA | 0.4 | 0.36 | 0.29 | 0.32 | 0.35 | 0.42 | 30.47 | 28.47 | 23.02 | 15.47 | 13.54 | 8.2 |
| BRPT | 0.94 | 1.17 | 0.78 | 1.13 | 1.17 | 0.54 | -15.31 | -23.14 | 4.03 | 6.92 | -4.29 | 29.99 |
| TKIM | 0.75 | 0.77 | 0.79 | 0.8 | 0.71 | 0.7 | -15.64 | -2.33 | -2.23 | -1.43 | 8.75 | 0.86 |
| POLY | 1.84 | 1.85 | 1.9 | 2.05 | 2.65 | 1.99 | -48 | 3.26 | 5.64 | -6.24 | -31.24 | -13.81 |
| DPNS | 0.22 | 0.16 | 0.13 | 0.21 | 0.21 | 0.16 | 12.67 | 8.2 | 2.11 | -0.84 | 4.3 | 3.12 |
| INTP | 0.9 | 0.77 | 0.67 | 0.55 | 0.52 | 0.47 | -7.54 | -0.53 | 9.08 | 6.61 | 1.19 | 7.02 |
| SMCB | 2.2 | 1 | 0.67 | 0.65 | 0.71 | 0.75 | -101.75 | 19.48 | 6.51 | 2.28 | -7.09 | -4.26 |
| ASII | 0.96 | 0.9 | 0.75 | 0.74 | 0.63 | 0.6 | -14 | 3.13 | 1.17 | 16.13 | 13.81 | 11.61 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006.

Lampiran 9.

Leverage Keuangan dan Harga Saham Beberapa Perusahaan Manufaktur di BEI di BEI

| Kode Perusahaan | Leverage Keuangan | | | | | | Harga Saham | | | | | |
|-----------------|-------------------|------|------|------|------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| ADES | 0.59 | 0.62 | 0.58 | 0.53 | 0.71 | 1.41 | 2300 | 1125 | 725 | 1025 | 2275 | 1660 |
| AQUA | 0.64 | 0.68 | 0.6 | 0.47 | 0.46 | 0.43 | 14000 | 30000 | 37500 | 47800 | 48000 | 63000 |
| INDF | 0.76 | 0.73 | 0.76 | 0.69 | 0.68 | 0.68 | 775 | 625 | 600 | 800 | 800 | 910 |
| MLBI | na | na | na | na | na | na | 34000 | 23000 | 27500 | 32000 | 42500 | 50000 |
| MYOR | 0.55 | 0.53 | 0.44 | 0.37 | 0.31 | 0.38 | 550 | 320 | 380 | 875 | 1200 | 820 |
| SMAR | 1 | 1.15 | 1.09 | 1.07 | 1.08 | 0.58 | 2800 | 800 | 700 | 3075 | 3100 | 950 |
| BATI | 0.53 | 0.45 | 0.42 | 0.35 | 0.43 | 0.39 | 12100 | 6300 | 8950 | 8100 | 9000 | 7500 |
| GGRM | 0.44 | 0.39 | 0.37 | 0.37 | 0.41 | 0.41 | 13000 | 8650 | 8300 | 13600 | 13550 | 11650 |
| HMSP | 0.55 | 0.56 | 0.47 | 0.41 | 0.56 | 0.6 | 14900 | 3200 | 3700 | 4475 | 6650 | 8750 |
| ARGO | 1.15 | 1.21 | 1.01 | 1 | 1.13 | 1.11 | 1400 | 900 | 700 | 1300 | 1325 | 1300 |
| PAFI | 0.91 | 0.9 | 0.86 | 0.88 | 0.85 | 0.9 | 400 | 240 | 100 | 80 | 100 | 70 |
| HDFX | 0.94 | 0.93 | 0.85 | 0.85 | 0.75 | 0.37 | 825 | 205 | 200 | 275 | 500 | 400 |
| TEJA | 1.31 | 1.54 | 1.74 | 2.02 | 3.37 | 3.97 | 3000 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 |
| MYTX | 0.92 | 1.01 | 1.05 | 0.74 | 0.8 | 0.86 | 500 | 200 | 110 | 175 | 1300 | 75 |
| INDR | 0.55 | 0.59 | 0.58 | 0.57 | 0.56 | 0.58 | 750 | 425 | 450 | 525 | 625 | 470 |
| BATA | 0.4 | 0.36 | 0.29 | 0.32 | 0.35 | 0.42 | 14000 | 14000 | 15000 | 14100 | 14000 | 14500 |
| BRPT | 0.94 | 1.17 | 0.78 | 1.13 | 1.17 | 0.54 | 130 | 50 | 90 | 270 | 450 | 550 |
| TKIM | 0.75 | 0.77 | 0.79 | 0.8 | 0.71 | 0.7 | 625 | 185 | 155 | 575 | 2275 | 3150 |
| POLY | 1.84 | 1.85 | 1.9 | 2.05 | 2.65 | 1.99 | 225 | 25 | 20 | 30 | 45 | 45 |
| DPNS | 0.22 | 0.16 | 0.13 | 0.21 | 0.21 | 0.16 | 575 | 385 | 220 | 235 | 1000 | 1010 |
| INTP | 0.9 | 0.77 | 0.67 | 0.55 | 0.52 | 0.47 | 1600 | 700 | 675 | 2125 | 3075 | 3550 |
| SMCB | 2.2 | 1 | 0.67 | 0.65 | 0.71 | 0.75 | 1600 | 1250 | 145 | 405 | 575 | 475 |
| ASII | 0.96 | 0.9 | 0.75 | 0.74 | 0.63 | 0.6 | 2000 | 1950 | 3150 | 5000 | 9600 | 10200 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006.

Lampiran 10.

Capital Expenditure dan Return on Asset (ROA) Beberapa Perusahaan Manufaktur di BEI

| Kode Perusahaan | <i>Capital Expenditure*</i> | | | | | <i>Return on Asset (ROA)</i> | | | | | |
|-----------------|-----------------------------|----------|----------|---------|----------|------------------------------|--------|-------|--------|---------|--------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| ADES | -18404 | -1661 | -10494 | -81085 | 67794 | 45.41 | -4.94 | 3.57 | 1.83 | -126.18 | -56.77 |
| AQUA | 102851 | 49602 | -27890 | -20551 | -2630 | 11.28 | 9.35 | 12.12 | 12.09 | 13.65 | 8.81 |
| INDF | 223907 | 233546 | 164527 | 187439 | 8373 | 5.15 | 5.75 | 5.26 | 3.94 | 2.47 | 0.84 |
| MLBI | 5083 | -12993 | -1502 | 32274 | 62764 | 21.61 | 21.99 | 17.9 | 18.68 | 15.79 | 15.12 |
| MYOR | -44404 | -52687 | -44747 | 9511 | 121550 | -1.78 | 2.35 | 8.97 | 6.59 | 6.65 | 3.13 |
| SMAR | -56616 | 128430 | 49931 | 141038 | 236883 | -14.05 | -15.41 | 7.82 | 1.92 | -2.72 | 6.62 |
| BATI | -13437 | -19396 | -2727 | -19966 | 6428 | 7.07 | 15.52 | 16.97 | 7.61 | -2.92 | 2.8 |
| GGRM | 565577 | 1608104 | 1136344 | 1991484 | 386635 | 20.59 | 15.52 | 13.51 | 10.6 | 8.69 | 8.54 |
| HMSP | -5603 | -136673 | 333272 | 36881 | 223062 | 11.89 | 10.09 | 17.02 | 13.8 | 17.03 | 19.97 |
| ARGO | -92685 | -96517 | -1390351 | 1243013 | 196718 | -16.03 | -6.32 | 24.1 | 0.7 | -13.26 | -10.96 |
| PAFI | 41574 | -40011 | -36750 | -6762 | -38861 | -9.88 | -6.12 | 3.18 | -5.92 | -8.37 | -4.93 |
| HDFX | -22431 | -127259 | -123614 | -626302 | 19151 | -9.92 | -1.79 | 5.07 | -1.57 | -1.49 | 8.39 |
| TEJA | -81147 | -77315 | -59678 | -97637 | -76342 | -28.29 | -22.01 | -15.6 | -30.25 | -48.4 | -56.12 |
| MYTX | -2707 | -78542 | 22891 | -105867 | -100012 | -7.96 | -8.99 | -3.83 | -4.27 | -3.63 | -3.96 |
| INDR | 209726 | -705571 | -290866 | 147774 | 155474 | 3.48 | -6.43 | 2.02 | 2.06 | 2.06 | 2.06 |
| BATA | 7791 | -1092 | -677 | 3300 | 11466 | 30.47 | 28.47 | 23.02 | 15.47 | 13.54 | 8.2 |
| BRPT | -34823 | -49730 | -4569 | -36807 | -56962 | -15.31 | -23.14 | 4.03 | 6.92 | -4.29 | 29.99 |
| TKIM | 465726 | -2590276 | -1198911 | 857596 | 514846 | -15.64 | -2.33 | -2.23 | -1.43 | 8.75 | 0.86 |
| POLY | -897689 | -890667 | -444281 | -756159 | -584203 | -48 | 3.26 | 5.64 | -6.24 | -31.24 | -13.81 |
| DPNS | -819 | 7894 | 124 | -1061 | -461 | 12.67 | 8.2 | 2.11 | -0.84 | 4.3 | 3.12 |
| INTP | 40992 | -190725 | -400780 | -379421 | 50685 | -7.54 | -0.53 | 9.08 | 6.61 | 1.19 | 7.02 |
| SMCB | -372281 | 1670642 | 339491 | -269923 | -3308489 | -101.75 | 19.48 | 6.51 | 2.28 | -7.09 | -4.26 |
| ASII | 172131 | -631788 | -340904 | 2468238 | 2947418 | -14 | 3.13 | 1.17 | 16.13 | 13.81 | 11.61 |

Keterangan : * Dalam jutaan rupiah.

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006.

Lampiran 11.

Capital Expenditure dan Harga Saham Beberapa Perusahaan Manufaktur di BEI

| Kode Perusahaan | <i>Capital Expenditure*</i> | | | | | Harga Saham | | | | | |
|-----------------|-----------------------------|----------|----------|---------|----------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| ADES | -18404 | -1661 | -10494 | -81085 | 67794 | 2300 | 1125 | 725 | 1025 | 2275 | 1660 |
| AQUA | 102851 | 49602 | -27890 | -20551 | -2630 | 14000 | 30000 | 37500 | 47800 | 48000 | 63000 |
| INDF | 223907 | 233546 | 164527 | 187439 | 8373 | 775 | 625 | 600 | 800 | 800 | 910 |
| MLBI | 5083 | -12993 | -1502 | 32274 | 62764 | 34000 | 23000 | 27500 | 32000 | 42500 | 50000 |
| MYOR | -44404 | -52687 | -44747 | 9511 | 121550 | 550 | 320 | 380 | 875 | 1200 | 820 |
| SMAR | -56616 | 128430 | 49931 | 141038 | 236883 | 2800 | 800 | 700 | 3075 | 3100 | 950 |
| BATI | -13437 | -19396 | -2727 | -19966 | 6428 | 12100 | 6300 | 8950 | 8100 | 9000 | 7500 |
| GGRM | 565577 | 1608104 | 1136344 | 1991484 | 386635 | 13000 | 8650 | 8300 | 13600 | 13550 | 11650 |
| HMSP | -5603 | -136673 | 333272 | 36881 | 223062 | 14900 | 3200 | 3700 | 4475 | 6650 | 8750 |
| ARGO | -92685 | -96517 | -1390351 | 1243013 | 196718 | 1400 | 900 | 700 | 1300 | 1325 | 1300 |
| PAFI | 41574 | -40011 | -36750 | -6762 | -38861 | 400 | 240 | 100 | 80 | 100 | 70 |
| HDFX | -22431 | -127259 | -123614 | -626302 | 19151 | 825 | 205 | 200 | 275 | 500 | 400 |
| TEJA | -81147 | -77315 | -59678 | -97637 | -76342 | 3000 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 |
| MYTX | -2707 | -78542 | 22891 | -105867 | -100012 | 500 | 200 | 110 | 175 | 1300 | 75 |
| INDR | 209726 | -705571 | -290866 | 147774 | 155474 | 750 | 425 | 450 | 525 | 625 | 470 |
| BATA | 7791 | -1092 | -677 | 3300 | 11466 | 14000 | 14000 | 15000 | 14100 | 14000 | 14500 |
| BRPT | -34823 | -49730 | -4569 | -36807 | -56962 | 130 | 50 | 90 | 270 | 450 | 550 |
| TKIM | 465726 | -2590276 | -1198911 | 857596 | 514846 | 625 | 185 | 155 | 575 | 2275 | 3150 |
| POLY | -897689 | -890667 | -444281 | -756159 | -584203 | 225 | 25 | 20 | 30 | 45 | 45 |
| DPNS | -819 | 7894 | 124 | -1061 | -461 | 575 | 385 | 220 | 235 | 1000 | 1010 |
| INTP | 40992 | -190725 | -400780 | -379421 | 50685 | 1600 | 700 | 675 | 2125 | 3075 | 3550 |
| SMCB | -372281 | 1670642 | 339491 | -269923 | -3308489 | 1600 | 1250 | 145 | 405 | 575 | 475 |
| ASII | 172131 | -631788 | -340904 | 2468238 | 2947418 | 2000 | 1950 | 3150 | 5000 | 9600 | 10200 |

Keterangan : * Dalam jutaan rupiah.

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006.

Lampiran 12.

Saham Bonus dan *Return on Asset* Beberapa Perusahaan Manufaktur di BEJ di BEI

| Kode Perusahaan | Insentif Manajer | | | | | | <i>Return on Asset (ROA)</i> | | | | | |
|-----------------|------------------|------|------|------|------|------|------------------------------|--------|-------|--------|---------|--------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| ADES | N | N | N | N | N | N | 45.41 | -4.94 | 3.57 | 1.83 | -126.18 | -56.77 |
| AQUA | N | N | N | N | N | N | 11.28 | 9.35 | 12.12 | 12.09 | 13.65 | 8.81 |
| INDF | N | N | N | N | N | N | 5.15 | 5.75 | 5.26 | 3.94 | 2.47 | 0.84 |
| MLBI | N | N | N | N | N | N | 21.61 | 21.99 | 17.9 | 18.68 | 15.79 | 15.12 |
| MYOR | N | N | N | N | N | N | -1.78 | 2.35 | 8.97 | 6.59 | 6.65 | 3.13 |
| SMAR | N | Y | N | N | N | N | -14.05 | -15.41 | 7.82 | 1.92 | -2.72 | 6.62 |
| BATI | N | N | N | N | N | N | 7.07 | 15.52 | 16.97 | 7.61 | -2.92 | 2.8 |
| GGRM | N | N | N | N | N | N | 20.59 | 15.52 | 13.51 | 10.6 | 8.69 | 8.54 |
| HMSP | N | N | N | N | N | N | 11.89 | 10.09 | 17.02 | 13.8 | 17.03 | 19.97 |
| ARGO | N | N | N | N | N | N | -16.03 | -6.32 | 24.1 | 0.7 | -13.26 | -10.96 |
| PAFI | N | N | N | N | N | N | -9.88 | -6.12 | 3.18 | -5.92 | -8.37 | -4.93 |
| HDFX | N | N | N | N | N | N | -9.92 | -1.79 | 5.07 | -1.57 | -1.49 | 8.39 |
| TEJA | N | N | N | N | N | N | -28.29 | -22.01 | -15.6 | -30.25 | -48.4 | -56.12 |
| MYTX | N | N | N | N | N | N | -7.96 | -8.99 | -3.83 | -4.27 | -3.63 | -3.96 |
| INDR | N | N | N | N | N | N | 3.48 | -6.43 | 2.02 | 2.06 | 2.06 | 2.06 |
| BATA | N | N | N | N | N | N | 30.47 | 28.47 | 23.02 | 15.47 | 13.54 | 8.2 |
| BRPT | N | N | N | N | N | N | -15.31 | -23.14 | 4.03 | 6.92 | -4.29 | 29.99 |
| TKIM | N | N | N | N | N | N | -15.64 | -2.33 | -2.23 | -1.43 | 8.75 | 0.86 |
| POLY | N | N | N | N | N | N | -48 | 3.26 | 5.64 | -6.24 | -31.24 | -13.81 |
| DPNS | Y | N | N | N | N | Y | 12.67 | 8.2 | 2.11 | -0.84 | 4.3 | 3.12 |
| INTP | N | N | N | N | N | N | -7.54 | -0.53 | 9.08 | 6.61 | 1.19 | 7.02 |
| SMCB | N | N | N | N | N | N | -101.75 | 19.48 | 6.51 | 2.28 | -7.09 | -4.26 |
| ASII | Y | Y | Y | Y | Y | N | -14 | 3.13 | 1.17 | 16.13 | 13.81 | 11.61 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006.

Lampiran 13.

Saham Bonus dan Harga Saham Beberapa Perusahaan Manufaktur di BEI

| Kode Perusahaan | Insentif Manajer | | | | | | Harga Saham | | | | | |
|-----------------|------------------|------|------|------|------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| ADES | N | N | N | N | N | N | 2300 | 1125 | 725 | 1025 | 2275 | 1660 |
| AQUA | N | N | N | N | N | N | 14000 | 30000 | 37500 | 47800 | 48000 | 63000 |
| INDF | N | N | N | N | N | N | 775 | 625 | 600 | 800 | 800 | 910 |
| MLBI | N | N | N | N | N | N | 34000 | 23000 | 27500 | 32000 | 42500 | 50000 |
| MYOR | N | N | N | N | N | N | 550 | 320 | 380 | 875 | 1200 | 820 |
| SMAR | N | Y | N | N | N | N | 2800 | 800 | 700 | 3075 | 3100 | 950 |
| BATI | N | N | N | N | N | N | 12100 | 6300 | 8950 | 8100 | 9000 | 7500 |
| GGRM | N | N | N | N | N | N | 13000 | 8650 | 8300 | 13600 | 13550 | 11650 |
| HMSP | N | N | N | N | N | N | 14900 | 3200 | 3700 | 4475 | 6650 | 8750 |
| ARGO | N | N | N | N | N | N | 1400 | 900 | 700 | 1300 | 1325 | 1300 |
| PAFI | N | N | N | N | N | N | 400 | 240 | 100 | 80 | 100 | 70 |
| HDFX | N | N | N | N | N | N | 825 | 205 | 200 | 275 | 500 | 400 |
| TEJA | N | N | N | N | N | N | 3000 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 |
| MYTX | N | N | N | N | N | N | 500 | 200 | 110 | 175 | 1300 | 75 |
| INDR | N | N | N | N | N | N | 750 | 425 | 450 | 525 | 625 | 470 |
| BATA | N | N | N | N | N | N | 14000 | 14000 | 15000 | 14100 | 14000 | 14500 |
| BRPT | N | N | N | N | N | N | 130 | 50 | 90 | 270 | 450 | 550 |
| TKIM | N | N | N | N | N | N | 625 | 185 | 155 | 575 | 2275 | 3150 |
| POLY | N | N | N | N | N | N | 225 | 25 | 20 | 30 | 45 | 45 |
| DPNS | Y | N | N | N | N | Y | 575 | 385 | 220 | 235 | 1000 | 1010 |
| INTP | N | N | N | N | N | N | 1600 | 700 | 675 | 2125 | 3075 | 3550 |
| SMCB | N | N | N | N | N | N | 1600 | 1250 | 145 | 405 | 575 | 475 |
| ASII | Y | Y | Y | Y | Y | N | 2000 | 1950 | 3150 | 5000 | 9600 | 10200 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006.

Lampiran 14.

Return on Asset (ROA) Beberapa Perusahaan Manufaktur di BEI

| Kode Perusahaan | <i>Return on Asset (ROA)</i> | | | | | | Harga Saham | | | | | |
|-----------------|------------------------------|--------|-------|--------|---------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| ADES | 45.41 | -4.94 | 3.57 | 1.83 | -126.18 | -56.77 | 2300 | 1125 | 725 | 1025 | 2275 | 1660 |
| AQUA | 11.28 | 9.35 | 12.12 | 12.09 | 13.65 | 8.81 | 14000 | 30000 | 37500 | 47800 | 48000 | 63000 |
| INDF | 5.15 | 5.75 | 5.26 | 3.94 | 2.47 | 0.84 | 775 | 625 | 600 | 800 | 800 | 910 |
| MLBI | 21.61 | 21.99 | 17.9 | 18.68 | 15.79 | 15.12 | 34000 | 23000 | 27500 | 32000 | 42500 | 50000 |
| MYOR | -1.78 | 2.35 | 8.97 | 6.59 | 6.65 | 3.13 | 550 | 320 | 380 | 875 | 1200 | 820 |
| SMAR | -14.05 | -15.41 | 7.82 | 1.92 | -2.72 | 6.62 | 2800 | 800 | 700 | 3075 | 3100 | 950 |
| BATI | 7.07 | 15.52 | 16.97 | 7.61 | -2.92 | 2.8 | 12100 | 6300 | 8950 | 8100 | 9000 | 7500 |
| GGRM | 20.59 | 15.52 | 13.51 | 10.6 | 8.69 | 8.54 | 13000 | 8650 | 8300 | 13600 | 13550 | 11650 |
| HMSP | 11.89 | 10.09 | 17.02 | 13.8 | 17.03 | 19.97 | 14900 | 3200 | 3700 | 4475 | 6650 | 8750 |
| ARGO | -16.03 | -6.32 | 24.1 | 0.7 | -13.26 | -10.96 | 1400 | 900 | 700 | 1300 | 1325 | 1300 |
| PAFI | -9.88 | -6.12 | 3.18 | -5.92 | -8.37 | -4.93 | 400 | 240 | 100 | 80 | 100 | 70 |
| HDFX | -9.92 | -1.79 | 5.07 | -1.57 | -1.49 | 8.39 | 825 | 205 | 200 | 275 | 500 | 400 |
| TEJA | -28.29 | -22.01 | -15.6 | -30.25 | -48.4 | -56.12 | 3000 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 | 2950 |
| MYTX | -7.96 | -8.99 | -3.83 | -4.27 | -3.63 | -3.96 | 500 | 200 | 110 | 175 | 1300 | 75 |
| INDR | 3.48 | -6.43 | 2.02 | 2.06 | 2.06 | 2.06 | 750 | 425 | 450 | 525 | 625 | 470 |
| BATA | 30.47 | 28.47 | 23.02 | 15.47 | 13.54 | 8.2 | 14000 | 14000 | 15000 | 14100 | 14000 | 14500 |
| BRPT | -15.31 | -23.14 | 4.03 | 6.92 | -4.29 | 29.99 | 130 | 50 | 90 | 270 | 450 | 550 |
| TKIM | -15.64 | -2.33 | -2.23 | -1.43 | 8.75 | 0.86 | 625 | 185 | 155 | 575 | 2275 | 3150 |
| POLY | -48 | 3.26 | 5.64 | -6.24 | -31.24 | -13.81 | 225 | 25 | 20 | 30 | 45 | 45 |
| DPNS | 12.67 | 8.2 | 2.11 | -0.84 | 4.3 | 3.12 | 575 | 385 | 220 | 235 | 1000 | 1010 |
| INTP | -7.54 | -0.53 | 9.08 | 6.61 | 1.19 | 7.02 | 1600 | 700 | 675 | 2125 | 3075 | 3550 |
| SMCB | -101.75 | 19.48 | 6.51 | 2.28 | -7.09 | -4.26 | 1600 | 1250 | 145 | 405 | 575 | 475 |
| ASII | -14 | 3.13 | 1.17 | 16.13 | 13.81 | 11.61 | 2000 | 1950 | 3150 | 5000 | 9600 | 10200 |

Sumber: ICMD tahun 2000 s/d 2006.

Lampiran 15.

DATA FINAL UNTUK ANALISIS REGRESI

| | | Bunga | | | | | Capex | Levkeu | Risksis | Kinper | Nilper |
|-------|---------|--------|-----------|----------|-------|--|----------|------------|---------|---------|-------------|
| | Inflasi | (SBI) | Kurs Spot | Pertekon | Insma | | (Perub) | (Leverage) | (Beta) | (ROA) | (Tobin's Q) |
| Tahun | X1 | X2 | X3 | X4 | X5 | | X6 | X7 | Y1 | Y2 | Y3 |
| 2004 | 20.032 | -0.693 | -3.728 | 1.819 | 1 | | -0.79642 | 0.14096 | -0.932 | -1.2618 | 3.90236 |
| 2005 | 0.768 | -0.873 | -0.053 | 0.434 | 1 | | 0.63624 | 0.09075 | -1.331 | -0.5677 | 2.60168 |
| 2006 | -0.133 | 0.145 | -1.274 | 1.148 | 1 | | 0.15607 | 0.09749 | 1.022 | -0.5522 | 2.64079 |
| 2004 | 0.057 | -0.09 | -3.045 | 1.979 | 1 | | -0.03927 | 0.33184 | 1.524 | 0.1365 | 1.41195 |
| 2005 | 0.48 | -0.547 | -1.671 | -3.936 | 1 | | -0.00392 | 0.35012 | 1.035 | 0.0879 | 1.57884 |
| 2006 | -0.187 | 0.3 | -0.81 | -1.715 | 1 | | -0.03850 | 0.33889 | 0.334 | 0.0614 | 2.25829 |
| 2004 | -1.687 | 0.074 | -1.559 | -0.113 | 0 | | 0.06486 | 0.07102 | 0.708 | -0.0837 | 0.61547 |
| 2005 | -0.06 | -0.335 | -1.705 | 1.547 | 0 | | -0.16304 | 0.17490 | 2.097 | -0.0658 | 0.99826 |
| 2006 | -1.282 | 1.576 | 0.619 | 0.358 | 0 | | -0.14304 | 0.11670 | 0.174 | 0.0545 | 0.93292 |
| 2004 | -1.46 | -0.117 | -3.006 | 15.942 | 1 | | 0.57779 | 0.56254 | 0.108 | 0.0627 | 1.34904 |
| 2005 | 0.514 | -1.373 | -1.501 | 1.494 | 1 | | -0.05374 | 0.53873 | 1.116 | 0.0516 | 0.83770 |
| 2006 | 2.796 | -2.901 | -0.901 | -0.687 | 1 | | 0.27670 | 0.57588 | -1.101 | 0.0725 | 1.99089 |
| 2004 | -1.868 | -0.079 | -2.01 | 0.736 | 1 | | -0.02672 | 0.05926 | 1.296 | 0.0850 | 0.72968 |
| 2005 | 1.238 | -1.907 | -4.14 | -2.041 | 1 | | -0.00361 | 0.05074 | -0.161 | 0.1049 | 1.31690 |
| 2006 | 0.508 | -0.642 | 0.346 | 1.098 | 1 | | -0.01573 | 0.04805 | -0.064 | 0.0750 | 0.87360 |
| 2004 | 0.647 | 0.063 | 1.298 | -6.539 | 1 | | 0.00638 | 0.09982 | 0.294 | 0.1159 | 1.84978 |
| 2005 | 0.842 | -1.009 | 0.005 | -4.317 | 1 | | 0.02513 | 0.10309 | 0.699 | 0.1093 | 1.81315 |
| 2006 | -0.147 | 0.139 | 1.375 | 1.002 | 1 | | 0.06683 | 0.09786 | -0.205 | 0.1425 | 2.08353 |
| 2004 | -0.359 | -0.023 | -0.816 | -0.824 | 0 | | 0.01224 | 0.40782 | 0.646 | 0.0247 | 1.21472 |
| 2005 | 0.673 | -1.8 | -4.528 | -0.387 | 0 | | 0.00181 | 0.38142 | 1.233 | 0.0084 | 1.28985 |
| 2006 | -0.074 | 0.145 | -2.294 | 1.337 | 0 | | 0.02697 | 0.26381 | 1.667 | 0.0410 | 1.51456 |
| 2004 | -2.021 | -0.044 | -0.936 | 1.443 | 1 | | 0.00740 | 0.21343 | 1.008 | 0.0665 | 1.03956 |
| 2005 | 1.328 | -2.078 | -4.434 | -10.852 | 1 | | 0.09491 | 0.24499 | 1.822 | 0.0313 | 0.81752 |
| 2006 | -1.044 | 1.39 | -0.479 | 2.064 | 1 | | 0.00416 | 0.23096 | 1.465 | 0.0602 | 1.17535 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|---------|---------|---|----------|---------|--------|---------|---------|
| 2004 | -5.756 | 0.001 | -0.827 | -0.279 | 0 | 0.06682 | 0.05480 | 0.321 | 0.1579 | 2.16789 |
| 2005 | 0.262 | -0.529 | -0.272 | 1.135 | 0 | 0.11240 | 0.05740 | -0.139 | 0.1512 | 2.43484 |
| 2006 | -0.265 | 0.333 | -0.184 | -0.511 | 0 | 0.06311 | 0.05893 | 0.27 | 0.1205 | 2.57328 |
| 2004 | -1.648 | 0.178 | 1.025 | -0.233 | 1 | -0.03214 | 0.94887 | -0.275 | 0.0044 | 1.71231 |
| 2005 | 1.988 | -2.036 | -2.725 | -24.474 | 1 | 0.30667 | 0.57812 | 3.362 | 0.4165 | 1.12264 |
| 2006 | -1.06 | 1.687 | -2.759 | -3.932 | 1 | -0.03498 | 0.36821 | 1.308 | 0.0411 | 1.17989 |
| 2004 | -7.975 | 0.199 | 1.482 | -2.575 | 1 | -0.03366 | 2.44867 | -0.74 | -0.3793 | 7.13654 |
| 2005 | -0.104 | 0.108 | 0.327 | 1.154 | 1 | -0.05546 | 0.37699 | -0.213 | 0.9694 | 3.74285 |
| 2006 | 0.18 | -0.63 | -0.419 | -1.825 | 1 | -0.02888 | 0.36305 | -0.106 | 0.0489 | 2.82882 |
| 2004 | -2.242 | -0.052 | -0.158 | -0.114 | 1 | -0.03608 | 0.08915 | 0.006 | 0.0608 | 0.82525 |
| 2005 | 0.162 | -0.114 | -1.158 | -1.842 | 1 | -0.02255 | 0.08702 | 0.58 | 0.0223 | 0.72332 |
| 2006 | -1.648 | 2.006 | -0.824 | -5.086 | 1 | -0.00163 | 0.09009 | 0.978 | 0.0309 | 0.85470 |
| 2004 | 25.729 | -1.583 | -19.394 | 6.808 | 0 | -0.05194 | 0.82029 | 3.153 | -0.1231 | 1.01911 |
| 2005 | 4.551 | -5.101 | -12.225 | -47.527 | 0 | -0.02429 | 0.01255 | 7.366 | -0.1058 | 0.91499 |
| 2006 | -3.839 | 4.838 | -2.471 | -5.887 | 0 | -0.08799 | 0.01252 | 2.151 | 0.0368 | 0.53760 |
| 2004 | 1.004 | 0.026 | -1.042 | 0.994 | 1 | 0.03886 | 0.90514 | 0.463 | -0.0272 | 3.32900 |
| 2005 | 0.927 | -2.195 | -4.26 | -4.696 | 1 | 0.05963 | 0.35632 | -0.088 | 0.0662 | 1.17402 |
| 2006 | 2.376 | -2.91 | 0.05 | 1.142 | 1 | 0.06671 | 0.30969 | -1.256 | 0.1182 | 2.48840 |
| 2004 | -2.784 | -0.017 | -0.036 | 3.819 | 1 | -0.03062 | 0.15241 | 0.985 | -0.1300 | 0.79357 |
| 2005 | -1.247 | 1.634 | 0.577 | -2.249 | 1 | -0.71437 | 0.12085 | 2.184 | -0.3925 | 1.15865 |
| 2006 | -0.336 | 0.502 | -1.966 | 1.573 | 1 | -0.00779 | 0.17650 | 1.311 | -0.0654 | 1.21567 |
| 2004 | 2.583 | 0.587 | 5.14 | -20.581 | 0 | 0.00827 | 0.32941 | -0.082 | 0.0003 | 1.36336 |
| 2005 | 0.669 | -0.866 | 1.281 | -2.448 | 0 | -0.05777 | 0.24827 | 0.935 | 0.0001 | 1.36228 |
| 2006 | -0.441 | 0.613 | -0.036 | -0.406 | 0 | -0.05752 | 0.30444 | 0.194 | 0.0004 | 1.24095 |
| 2004 | 2.061 | -0.131 | -3.882 | 2.274 | 0 | 0.10071 | 0.41490 | 1.412 | 0.0122 | 0.89716 |
| 2005 | 0.063 | -0.247 | -0.244 | 0.468 | 0 | 0.05587 | 0.41526 | 0.008 | 0.0043 | 0.86987 |
| 2006 | -2.103 | 2.766 | 0.643 | -1.891 | 0 | 0.14947 | 0.35882 | 1.008 | 0.0258 | 1.06118 |
| 2004 | 1.523 | -0.393 | -0.175 | 1.985 | 1 | -0.00073 | 0.30816 | 1.036 | 0.0034 | 1.32119 |
| 2005 | 1.183 | -1.516 | -1.946 | -7.473 | 1 | 0.00497 | 0.14056 | 0.657 | 0.0036 | 1.06452 |
| 2006 | -0.976 | 1.255 | -0.653 | 3.697 | 1 | 0.00272 | 0.06189 | 1.058 | 0.0118 | 1.35358 |
| 2004 | -2.046 | 0.071 | -0.517 | -3.312 | 0 | -0.02771 | 0.04205 | 0.451 | -0.0292 | 1.42983 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|---|----------|---------|--------|---------|---------|
| 2005 | 0.152 | -0.216 | -0.685 | -1.023 | 0 | 0.00633 | 0.03822 | -0.002 | 0.0280 | 1.12013 |
| 2006 | 0.958 | -1.317 | 0.348 | -0.227 | 0 | -0.00721 | 0.04469 | -0.184 | -0.1015 | 0.85788 |
| 2004 | -2.699 | -0.23 | -1.727 | 2.56 | 1 | -0.02005 | 0.09387 | 0.913 | 0.0414 | 0.84051 |
| 2005 | 0.068 | 0.081 | -2.057 | -3.16 | 1 | -0.01528 | 0.05975 | 0.814 | 0.0587 | 0.88867 |
| 2006 | -1.112 | 1.39 | 0.09 | -5.034 | 1 | 0.10858 | 0.04406 | 0.118 | 0.0620 | 1.38171 |
| 2004 | -0.317 | -0.016 | -0.915 | 0.318 | 1 | 0.11486 | 0.01881 | 0.81 | 0.0869 | 1.67443 |
| 2005 | 0.403 | -0.755 | -2.047 | -1.405 | 1 | 0.01878 | 0.02319 | 0.825 | 0.0854 | 1.42045 |
| 2006 | -0.133 | 0.069 | -0.092 | -0.33 | 1 | -0.02139 | 0.03237 | 0.347 | 0.0464 | 1.29763 |
| 2004 | 0.865 | -0.048 | -1.673 | 3.762 | 1 | 0.00362 | 0.22658 | 1.151 | 0.1703 | 3.14249 |
| 2005 | -0.183 | -0.085 | 1.128 | 0.817 | 1 | 0.01907 | 0.16725 | 0.061 | 0.1997 | 3.88515 |
| 2006 | -0.769 | 0.86 | 0.077 | -2.542 | 1 | -0.00072 | 0.09956 | 0.17 | 0.2789 | 3.99816 |
| 2004 | 4.435 | -0.123 | -4.97 | 0.847 | 1 | -0.03221 | 0.43000 | 0.158 | -0.0782 | 1.03812 |
| 2005 | 0.194 | -0.762 | -0.74 | -0.631 | 1 | 0.00956 | 0.26197 | 0.526 | -0.0550 | 1.08163 |
| 2006 | -1.294 | 1.1671 | -4.68 | -2.157 | 1 | 0.01348 | 0.28190 | 1.575 | -0.0197 | 1.10603 |
| 2004 | 13.072 | -0.266 | 3.84 | 8.193 | 0 | -0.00942 | 0.56720 | -0.291 | -0.0837 | 0.97801 |
| 2005 | 0.372 | -0.673 | -1.473 | -1.458 | 0 | -0.05475 | 0.48339 | -0.29 | -0.0493 | 0.98891 |
| 2006 | 0.673 | -0.719 | -2.384 | -3.02 | 0 | 0.08346 | 0.43415 | 0.277 | -0.0644 | 0.82904 |
| 2004 | 0.316 | -0.028 | -0.014 | 0.808 | 1 | 0.20923 | 0.04904 | 0.012 | 0.0379 | 0.83794 |
| 2005 | 0.132 | -0.221 | -0.498 | -0.83 | 1 | 0.15513 | 0.04648 | 0.132 | 0.0579 | 0.80287 |
| 2006 | 0.251 | -0.295 | 0.246 | -0.267 | 1 | 0.47760 | 0.23706 | -0.362 | 0.0648 | 0.84751 |
| 2004 | 5.147 | -0.085 | -0.464 | -3.469 | 0 | -0.02093 | 0.20957 | 0.279 | -0.0542 | 0.82220 |
| 2005 | -0.381 | -0.883 | 4.405 | 7.213 | 0 | -0.02429 | 0.15021 | 0.578 | -0.0581 | 1.05485 |
| 2006 | -0.558 | 0.488 | 1.206 | -1.548 | 0 | -0.02471 | 0.11278 | -0.384 | -0.0177 | 0.93560 |
| 2004 | -0.319 | 0.027 | -2.249 | -1.222 | 0 | 0.05784 | 0.22321 | 0.568 | -0.0629 | 0.83282 |
| 2005 | 0.468 | -1.223 | -4.562 | -2.08 | 0 | 0.07337 | 0.30820 | 1.237 | -0.1102 | 0.98490 |
| 2006 | -0.189 | 0.164 | -0.084 | 0.283 | 0 | -0.09335 | 0.20897 | 0.23 | -0.1844 | 1.14841 |
| 2004 | -1.103 | 0.023 | 0.419 | 2.913 | 1 | -0.04083 | 0.45020 | -0.019 | -0.0363 | 0.98493 |
| 2005 | -0.841 | 0.078 | 2.728 | 1.91 | 1 | -0.03874 | 0.49805 | 0.025 | -0.0396 | 0.98971 |
| 2006 | -0.264 | 0.219 | 0.881 | 4.392 | 1 | -0.03828 | 0.37437 | 0.683 | 0.0018 | 0.96461 |
| 2004 | 8.371 | -0.13 | -0.952 | 6.139 | 0 | 12.94889 | 0.49267 | 0.751 | 0.0011 | 1.01811 |
| 2005 | -4.497 | 5.72 | 12.929 | 20.761 | 0 | -0.00514 | 0.57616 | -4.529 | 0.0037 | 1.19662 |
| 2006 | -1.521 | 1.497 | 0.445 | -9.793 | 0 | -0.03163 | 0.35789 | -1.154 | 0.0027 | 1.08381 |

| | | | | | | | | | | |
|------|---------|---------|---------|---------|---|----------|---------|---------|---------|---------|
| 2004 | 15.766 | -0.065 | 1.882 | -0.42 | 1 | 0.58893 | 0.26656 | -0.75 | -0.1806 | 1.06958 |
| 2005 | 3.474 | -6.479 | -10.526 | -2.167 | 1 | 0.11298 | 0.03091 | 2.183 | 0.0673 | 2.88960 |
| 2006 | 0.469 | -0.486 | -0.718 | 1.75 | 1 | 0.01007 | 0.17176 | 0.26 | 0.0708 | 2.88246 |
| 2004 | 3.288 | -0.282 | -1.885 | 3.945 | 1 | 0.03262 | 0.24632 | 1.126 | 0.0206 | 0.63842 |
| 2005 | 0.635 | -1.099 | -2.387 | -1.446 | 1 | 0.03149 | 0.31045 | 0.986 | 0.0206 | 0.63497 |
| 2006 | -0.466 | 0.578 | -0.822 | -2.605 | 1 | 0.03401 | 0.26058 | 0.509 | 0.0206 | 0.66032 |
| 2004 | -0.715 | -0.016 | -0.104 | -0.544 | 1 | 0.00148 | 0.07380 | 0.059 | 0.0009 | 1.38097 |
| 2005 | -0.229 | 0.239 | -0.8 | -0.305 | 1 | 0.01697 | 0.04008 | 0.052 | 0.0028 | 1.14509 |
| 2006 | 1.502 | -1.628 | 5.909 | 10.179 | 1 | -0.03231 | 0.05289 | -2.526 | -0.2317 | 1.27901 |
| 2004 | 1.695 | 0.058 | -0.023 | 1.078 | 1 | 0.01244 | 0.04202 | 0.044 | 0.0607 | 1.60464 |
| 2005 | 0.369 | -0.556 | -0.584 | -0.723 | 1 | 0.32623 | 0.04026 | -0.039 | 0.0264 | 1.14572 |
| 2006 | 0.027 | -0.032 | 0.02 | 0.085 | 1 | 0.16391 | 0.06849 | -0.019 | 0.0176 | 1.09219 |
| 2004 | -22.179 | 1.313 | 4.82 | -15.012 | 0 | -0.01577 | 0.01567 | -3.33 | 0.0918 | 1.03787 |
| 2005 | -0.853 | 0.52 | -5.879 | 3.09 | 0 | 0.31738 | 0.15668 | 1.76 | 0.0898 | 0.78387 |
| 2006 | -0.201 | 0.443 | 5.379 | 0.689 | 0 | 0.13267 | 0.12549 | -2.322 | 0.074 | 1.03090 |
| 2004 | -3.522 | -0.031 | -0.461 | -0.788 | 0 | 0.01421 | 0.06927 | 0.334 | 0.1354 | 1.04330 |
| 2005 | -0.156 | 0.232 | -0.793 | -1.038 | 0 | 0.04398 | 0.06231 | 0.258 | 0.082 | 1.03991 |
| 2006 | -0.551 | 0.685 | -0.023 | -1.202 | 0 | -0.00073 | 0.06455 | 0.207 | 0.0743 | 0.97021 |
| 2004 | 1.201 | 0.469 | -6.9 | 8.45 | 1 | -0.01109 | 0.67059 | 1.599 | -0.0429 | 1.52102 |
| 2005 | -2.155 | 2.634 | -2.446 | -0.775 | 1 | -0.01706 | 0.16566 | 2.076 | 0.2999 | 1.16807 |
| 2006 | -1.587 | 1.669 | -2.72 | -6.571 | 1 | -0.03434 | 0.10240 | 1.585 | 0.0041 | 1.35266 |
| 2004 | -7.693 | 0.584 | -1.254 | -1.18 | 0 | -0.00130 | 0.16092 | -0.324 | -0.0143 | 1.21159 |
| 2005 | -2.001 | 1.853 | 3.947 | 6.884 | 0 | -0.01246 | 0.16943 | -0.566 | -0.1281 | 1.14156 |
| 2006 | -0.451 | 0.381 | 0.29 | -8.393 | 0 | -0.04509 | 0.24890 | -1.295 | -0.0747 | 1.23327 |
| 2004 | 3.755 | -0.308 | -5.472 | 6.939 | 0 | -0.02381 | 0.74427 | 2.026 | -0.0954 | 1.24132 |
| 2005 | -0.864 | 0.71 | -0.117 | -2.891 | 0 | 0.05704 | 0.64424 | 0.502 | 0.0103 | 1.32812 |
| 2006 | -0.534 | 0.378 | 0.24 | -0.131 | 0 | 0.13328 | 0.45835 | 1.128 | -0.0349 | 2.66179 |
| 2004 | 2.544 | 0.194 | -2.379 | 9.345 | 0 | 0.17526 | 0.04842 | 0.925 | 0.0124 | 0.99931 |
| 2005 | 0.468 | -1.005 | -1.486 | -4.322 | 0 | -0.07696 | 0.05281 | 0.84 | 0.0118 | 0.92227 |
| 2006 | -0.81 | 0.988 | -1.272 | -4.755 | 0 | -0.22327 | 0.00000 | 0.683 | 0.0023 | 0.83051 |
| 2004 | -2.422 | 0.127 | -1.285 | -0.592 | 1 | -0.02526 | 0.49136 | 0.877 | 0.0018 | 1.48982 |
| 2005 | 30.896 | -47.011 | -17.788 | 19.888 | 1 | 0.05429 | 0.53168 | -15.106 | 0.002 | 1.48772 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|---------|---|----------|---------|--------|---------|---------|
| 2006 | -0.406 | 0.46 | -0.184 | -3.843 | 1 | 0.14568 | 0.55441 | 0.008 | 0.0297 | 1.37377 |
| 2004 | -2.943 | 0.061 | -3.876 | 1.779 | 1 | 0.07435 | 0.56410 | 1.398 | 0.073 | 0.64160 |
| 2005 | 0.451 | -1.1 | -4.054 | -2.926 | 1 | 0.02978 | 0.56079 | 1.24 | 0.0015 | 0.72533 |
| 2006 | -0.374 | 0.504 | -1.623 | -0.461 | 1 | -0.01697 | 0.56675 | 1.116 | -0.0351 | 0.75637 |
| 2004 | 2.579 | 0.233 | -1.46 | -4.222 | 1 | 0.04793 | 0.60611 | 0.708 | 0.0875 | 0.86810 |
| 2005 | 0.183 | -0.146 | -1.552 | -2.638 | 1 | 0.02601 | 0.60670 | 1.393 | 0.0086 | 0.90767 |
| 2006 | -0.391 | 0.593 | -1.136 | -0.202 | 1 | -0.04214 | 0.61772 | 0.733 | -0.0299 | 0.86055 |
| 2004 | -1.139 | 0.034 | -0.502 | 0.876 | 1 | 0.23929 | 0.66425 | 0.551 | -0.0484 | 0.83332 |
| 2005 | -0.427 | -0.351 | 0.392 | 4.908 | 1 | 0.00900 | 0.46168 | 0.365 | 0.0062 | 0.82806 |
| 2006 | -0.483 | 0.826 | -3.061 | 1.027 | 1 | 0.02981 | 0.62200 | 2.129 | 0.0169 | 0.82597 |
| 2004 | -6.55 | 0.081 | 2.188 | -4.913 | 1 | 0.05429 | 0.02797 | -1.455 | 0.0456 | 0.91973 |
| 2005 | 0.277 | -0.589 | 0.057 | 3.41 | 1 | 0.02153 | 0.02805 | -0.142 | 0.0603 | 0.97431 |
| 2006 | -1.379 | 1.77 | -1.444 | -4.389 | 1 | 0.10066 | 0.05951 | 1.061 | 0.0539 | 1.27817 |
| 2004 | 1.086 | -0.13 | -0.779 | 6.497 | 1 | 0.01252 | 0.42984 | 0.797 | 0.0016 | 0.91857 |
| 2005 | -0.121 | 0.115 | -1.632 | 0.376 | 1 | 0.01315 | 0.41868 | 1.094 | 0.0023 | 0.91718 |
| 2006 | -0.587 | 0.645 | 0.68 | 0.005 | 1 | 0.05674 | 0.46968 | 0.216 | 0.0222 | 0.95932 |
| 2004 | 0.207 | 0.015 | -0.106 | 0.593 | 0 | -0.02030 | 0.00000 | 0.036 | 0.0786 | 2.14591 |
| 2005 | -0.123 | 0.197 | 0.048 | 0.502 | 0 | -0.00553 | 0.02353 | 0.206 | 0.073 | 1.60923 |
| 2006 | -2.716 | 3.173 | -0.569 | -11.394 | 0 | -0.00642 | 0.02640 | 0.62 | 0.0575 | 2.76389 |
| 2004 | -2.888 | 0.035 | -3.317 | 3.057 | 0 | 0.00179 | 0.10713 | 1.765 | -0.0784 | 0.61312 |
| 2005 | -0.167 | -0.427 | -2.231 | -0.139 | 0 | 0.00027 | 0.11913 | 1.13 | -0.0045 | 0.60156 |
| 2006 | 0.51 | -0.555 | -1.85 | -1.365 | 0 | -0.00028 | 0.18502 | 1.069 | 0.0193 | 0.93043 |
| 2004 | 1.706 | -0.076 | -2.95 | 3.824 | 1 | 0.05105 | 0.21148 | 0.82 | 0.0364 | 0.88675 |
| 2005 | -0.716 | 0.436 | -0.823 | 1.694 | 1 | 0.02338 | 0.16859 | 0.927 | 0.0326 | 0.92427 |
| 2006 | -0.022 | -0.021 | -1.341 | 0.553 | 1 | 0.03226 | 0.15422 | 0.922 | 0.0162 | 0.89582 |
| 2004 | -0.661 | -0.333 | -2.642 | 3.328 | 1 | 0.01411 | 0.03080 | 1.147 | 0.0683 | 0.77764 |
| 2005 | 0.34 | -0.509 | -0.584 | -0.029 | 1 | -0.06185 | 0.02446 | 0.164 | 0.0596 | 0.77307 |
| 2006 | -1.243 | 1.468 | -1.161 | -3.216 | 1 | 0.02922 | 0.07112 | 0.985 | 0.0433 | 0.94772 |
| 2004 | 6.887 | 0.198 | -0.174 | -1.054 | 1 | 0.01594 | 0.32447 | -0.005 | 0.0566 | 0.95572 |
| 2005 | -0.986 | 1.466 | 1.241 | 2.58 | 1 | 0.03819 | 0.30095 | 0.938 | 0.0181 | 0.96571 |
| 2006 | 0.069 | 0.025 | -2.202 | 0.315 | 1 | -0.05408 | 0.27718 | 0.961 | 0.0041 | 0.97592 |
| 2004 | 10.329 | -0.361 | -6.84 | 2.321 | 1 | -0.00766 | 0.06100 | 1.358 | 0.043 | 1.10571 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|---------|---|----------|---------|--------|---------|---------|
| 2005 | -0.463 | -0.046 | -2.195 | -0.46 | 1 | -0.00307 | 0.07009 | 0.338 | 0.0312 | 1.30875 |
| 2006 | -0.532 | 0.836 | -2.182 | -1.992 | 1 | -0.01215 | 0.07994 | 1.851 | -0.018 | 1.31696 |
| 2004 | 17.585 | -0.083 | -0.589 | 2.211 | 1 | -0.01781 | 0.04330 | 1.647 | 0.0652 | 1.04327 |
| 2005 | -0.057 | -0.237 | -0.256 | -0.232 | 1 | 0.00299 | 0.02543 | 0.113 | 0.0696 | 1.28382 |
| 2006 | 1.685 | -2.265 | 0.395 | -1.165 | 1 | 0.00369 | 0.03136 | -0.184 | 0.0772 | 1.42290 |
| 2004 | 1.623 | -0.03 | -2.77 | 6.089 | 1 | -0.00154 | 0.00679 | 0.755 | 0.0657 | 0.59001 |
| 2005 | -0.336 | 0.458 | -1.362 | -1.611 | 1 | -0.02290 | 0.00639 | 0.764 | 0.0647 | 0.47322 |
| 2006 | 0.251 | -0.385 | -1.732 | 0.822 | 1 | -0.03258 | 0.00583 | 1.139 | -0.0268 | 0.37564 |
| 2004 | 0.397 | -0.252 | -2.519 | 11.936 | 0 | -0.01029 | 0.05319 | 0.717 | -0.002 | 0.61155 |
| 2005 | -1.102 | 1.014 | -6.653 | -2.766 | 0 | -0.00615 | 0.07552 | 2.664 | -0.0172 | 0.61308 |
| 2006 | 0.031 | -0.013 | 3.166 | -1.187 | 0 | -0.00516 | 0.23716 | -1.836 | -0.1362 | 0.58840 |
| 2004 | -4.803 | -0.061 | -0.484 | 2.918 | 1 | -0.00648 | 0.35310 | 0.342 | 0.0047 | 0.81695 |
| 2005 | 1.301 | -1.34 | -4.495 | -10.079 | 1 | 0.00472 | 0.33512 | 1.029 | 0.0077 | 0.84058 |
| 2006 | -2.028 | 2.784 | 0.312 | -2.638 | 1 | -0.01542 | 0.35218 | -0.223 | 0.01 | 0.82296 |
| 2004 | -3.567 | -0.043 | -2.734 | 1.546 | 0 | 0.00371 | 0.12205 | 1.038 | 0.1322 | 0.93730 |
| 2005 | 2.383 | -5.016 | -6.092 | -3.239 | 0 | -0.03205 | 0.09316 | -0.261 | 0.1358 | 1.15472 |
| 2006 | -0.254 | 0.073 | -0.806 | 1.979 | 0 | -0.25162 | 0.08371 | 1.04 | -0.0106 | 1.07449 |
| 2004 | -1.245 | -0.023 | -0.688 | -1.633 | 0 | -0.03136 | 0.23309 | 0.563 | -0.024 | 0.69695 |
| 2005 | 0.152 | -0.054 | -1.293 | -0.383 | 0 | -0.03066 | 0.19059 | 1.82 | -0.0149 | 0.67219 |
| 2006 | -0.972 | 1.233 | -0.948 | -4.001 | 0 | -0.01501 | 0.17102 | 0.537 | 0.0002 | 0.69005 |
| 2004 | 2.437 | -174 | -1.611 | 1.222 | 0 | 0.04881 | 0.45037 | 0.557 | 0.0394 | 0.89967 |
| 2005 | -0.611 | 1.18 | 1.522 | 1.305 | 0 | 0.03754 | 0.44697 | 1.015 | 0.0083 | 0.82168 |
| 2006 | -0.149 | 0.266 | -0.669 | 0.83 | 0 | 0.03550 | 0.32566 | -0.026 | -0.0133 | 0.76940 |
| 2004 | -3.986 | 0.001 | -2.864 | 0.628 | 1 | 0.14443 | 0.22468 | 1.308 | 0.0477 | 1.17185 |
| 2005 | 0.291 | -0.536 | -1.435 | 0.092 | 1 | 0.07168 | 0.22589 | 0.693 | 0.0192 | 0.97600 |
| 2006 | -0.52 | 0.615 | -0.574 | 0.736 | 1 | 0.01683 | 0.17821 | 0.52 | -0.0059 | 0.88289 |
| 2004 | 1.53 | -0.123 | -3.214 | 2.787 | 1 | 0.06705 | 0.04300 | 1.169 | 0.0927 | 0.81212 |
| 2005 | -0.162 | -0.252 | -1.402 | 1.023 | 1 | -0.02303 | 0.05935 | 1.054 | 0.0501 | 0.78051 |
| 2006 | -0.237 | 0.249 | -1.115 | -0.904 | 1 | -0.03772 | 0.04714 | 0.593 | 0.0343 | 0.73329 |
| 2004 | -0.912 | 0.332 | -6.25 | 2.166 | 1 | -0.03395 | 0.00478 | 3.215 | -0.0997 | 1.06566 |
| 2005 | -2.035 | 2.407 | -9.169 | -1.298 | 1 | -0.08916 | 0.06719 | 1.301 | 0.258 | 0.54185 |
| 2006 | 0.222 | -0.187 | -3.529 | -4.268 | 1 | -0.02646 | 0.15397 | 1.508 | 0.0065 | 0.56590 |

| | | | | | | | | | | |
|------|---------|--------|--------|---------|---|----------|---------|--------|---------|---------|
| 2004 | -1.918 | 0.09 | -2.189 | 6.883 | 1 | 0.02834 | 0.06895 | 1.682 | 0.0369 | 0.72103 |
| 2005 | -0.054 | -0.117 | -0.768 | -1.05 | 1 | -0.04216 | 0.04514 | 0.399 | 0.0339 | 0.58088 |
| 2006 | -0.168 | 0.325 | -2.027 | 0.939 | 1 | 0.00514 | 0.01168 | 0.862 | 0.0159 | 0.59946 |
| 2004 | 2.003 | 0.016 | -1.948 | 3.384 | 1 | 0.15542 | 0.27814 | 0.595 | 0.0152 | 0.73178 |
| 2005 | 0.291 | -0.44 | -1.694 | -2.857 | 1 | 0.05240 | 0.27424 | 1.095 | 0.0078 | 0.69875 |
| 2006 | -0.418 | 0.526 | -0.526 | 0.126 | 1 | 0.00422 | 0.24038 | 0.56 | 0.0128 | 0.67221 |
| 2004 | 2.281 | 0.013 | -3.852 | 1.068 | 1 | -0.03529 | 0.66662 | 1.797 | -0.0709 | 1.29953 |
| 2005 | 0.114 | 0.064 | -2.954 | 0.647 | 1 | -0.43994 | 0.65733 | 1.075 | -0.0456 | 1.24541 |
| 2006 | -0.101 | 0.006 | -3.112 | -3.556 | 1 | 0.38514 | 0.58186 | 0.974 | 0.0249 | 1.42960 |
| 2004 | 2.404 | -0.165 | -4.496 | 3.09 | 1 | -0.03740 | 0.40915 | 2.758 | 0.0119 | 1.68202 |
| 2005 | 0.523 | -0.915 | -4.366 | -2.383 | 1 | 0.00519 | 0.38499 | 0.982 | 0.0702 | 1.70603 |
| 2006 | -0.011 | -0.055 | -2.368 | -0.091 | 1 | -0.01261 | 0.28686 | 1.133 | 0.0618 | 2.57677 |
| 2004 | -0.523 | -0.01 | 0.052 | -10.914 | 0 | -0.04487 | 0.17753 | 0.41 | 0.0763 | 2.09977 |
| 2005 | -0.148 | 0.345 | -1.346 | 2.698 | 0 | -0.03773 | 0.08172 | 0.872 | 0.1373 | 1.83465 |
| 2006 | -0.302 | 0.353 | -2.512 | -1.163 | 0 | -0.03561 | 0.06072 | 0.905 | 0.1728 | 3.13860 |
| 2004 | -1.579 | -0.679 | -3.099 | 3.315 | 0 | -0.15741 | 0.19496 | 2.274 | 0.0384 | 0.77551 |
| 2005 | -0.271 | 0.15 | 0.179 | 1.168 | 0 | -0.03872 | 0.04700 | 0.582 | 0.0464 | 0.65136 |
| 2006 | -0.069 | 0.251 | -3.743 | -3.761 | 0 | -0.01759 | 0.01800 | 2.416 | 0.0666 | 0.84664 |
| 2004 | 0.579 | -0.192 | -3.169 | 4.662 | 1 | -0.02357 | 0.46801 | 0.768 | 0.0059 | 0.92748 |
| 2005 | -0.792 | 1.079 | 0.18 | 2.932 | 1 | -0.01494 | 0.46970 | 0.218 | -0.0436 | 0.96344 |
| 2006 | -0.302 | 0.476 | -1.264 | 1.153 | 1 | -0.01922 | 0.55980 | 1.046 | 0.0235 | 0.95874 |
| 2004 | -33.575 | -0.128 | -5.682 | 2.286 | 0 | -0.10371 | 0.06867 | 3.673 | -0.1341 | 2.22165 |
| 2005 | 0.325 | -0.786 | -0.589 | -0.83 | 0 | -0.00240 | 2.15202 | 0.099 | 0.0367 | 2.27455 |
| 2006 | -2.556 | 3.032 | -1.605 | -14.945 | 0 | -0.00208 | 2.29277 | 0.87 | 0.0211 | 2.42452 |
| 2004 | 13.467 | -0.263 | -3.473 | 10.126 | 1 | -0.02327 | 0.02678 | 0.397 | 0.2546 | 1.01969 |
| 2005 | -0.569 | 0.074 | -2.554 | 0.97 | 1 | -0.00677 | 0.03152 | 0.455 | 0.1663 | 0.78413 |
| 2006 | -2.68 | 3.412 | 3.338 | -7.094 | 1 | -0.01061 | 0.02892 | 2.108 | 0.1415 | 1.31392 |
| 2004 | -7.542 | 0.003 | -0.606 | 2.341 | 1 | -0.02646 | 0.15720 | 0.489 | 0.1288 | 3.44021 |
| 2005 | -0.298 | 0.27 | 0.595 | 0.342 | 1 | -0.02321 | 0.08547 | 0.034 | 0.0975 | 4.09741 |
| 2006 | -1.117 | 1.444 | -0.758 | -4.188 | 1 | 0.01051 | 0.06711 | -0.165 | 0.0612 | 3.57602 |
| 2004 | 2.095 | -0.21 | -0.189 | 0.917 | 1 | 0.02325 | 0.05046 | -0.072 | 0.1645 | 0.78130 |
| 2005 | 0.2 | -0.509 | -1.364 | -1.492 | 1 | -0.00540 | 0.05659 | 0.541 | 0.1153 | 0.81640 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|---|----------|---------|--------|---------|---------|
| 2006 | 1.666 | 2.051 | -1.157 | -1.648 | 1 | -0.00556 | 0.06499 | 0.981 | 0.11 | 0.81172 |
| 2004 | -5.572 | 0.118 | -2.516 | -1.021 | 0 | -0.14814 | 0.30267 | 1.427 | -0.0196 | 1.13722 |
| 2005 | -1.495 | 2.588 | 3.648 | 2.869 | 0 | -0.03831 | 0.15482 | -1.669 | 0.0071 | 0.89438 |
| 2006 | -0.859 | 1.885 | -3.211 | 0.805 | 0 | -0.04304 | 0.16105 | 2.024 | 0.0069 | 1.06207 |
| 2004 | -1.066 | 0.001 | -1.219 | -0.371 | 0 | -0.00270 | 0.00204 | 0.701 | -0.0055 | 0.92279 |
| 2005 | -0.274 | 0.373 | -1.963 | -0.548 | 0 | 0.00635 | 0.00135 | 0.258 | -0.0206 | 0.96375 |
| 2006 | -0.327 | 0.5 | 0.068 | 2.299 | 0 | -0.02133 | 0.00285 | -0.106 | 0.0256 | 0.93692 |
| 2004 | 2.346 | -0.308 | -1.078 | 4.646 | 1 | 0.01010 | 0.19285 | 1.032 | -0.1069 | 0.62149 |
| 2005 | 1 | -1.33 | 0.557 | 3.234 | 1 | 0.01542 | 0.20648 | -0.427 | -0.063 | 0.69024 |
| 2006 | -0.443 | 0.661 | -3.331 | -0.78 | 1 | -0.07013 | 0.25578 | 1.965 | -0.1057 | 0.68552 |
| 2004 | 0.931 | 0.084 | -0.424 | 2.793 | 1 | -0.04832 | 0.27770 | 0.082 | 0.0656 | 0.87423 |
| 2005 | -1.051 | 2.138 | 1.545 | -1.208 | 1 | -0.04726 | 0.13906 | 0.612 | -0.0192 | 0.85654 |
| 2006 | 0.22 | -0.072 | -5.35 | 0.424 | 1 | 0.15084 | 0.11780 | 3.235 | 0.0041 | 0.74125 |
| 2004 | -0.215 | -0.093 | 0.848 | -1.229 | 0 | 0.13035 | 0.24315 | 0.072 | 0.0849 | 1.40974 |
| 2005 | 0.174 | -0.357 | -0.047 | -0.886 | 0 | 0.14390 | 0.20630 | 0.152 | 0.0971 | 1.24775 |
| 2006 | 0.629 | -0.787 | -0.621 | 0.011 | 0 | 0.23257 | 0.26339 | -0.101 | 0.059 | 1.05694 |
| 2004 | -5.205 | 0.069 | 0.125 | 3.913 | 0 | -0.05651 | 0.50825 | 0.248 | 0.0023 | 0.94651 |
| 2005 | 0.492 | -1.524 | -2.369 | -5.126 | 0 | -0.03037 | 0.46474 | 0.72 | 0.0097 | 0.90436 |
| 2006 | -0.4 | 0.592 | -4.511 | -1.473 | 0 | -0.22033 | 0.14310 | 2.539 | 0.004 | 0.76762 |
| 2004 | 0.861 | 0.01 | -2.498 | 1.327 | 1 | -0.02218 | 0.43952 | 0.948 | -0.1462 | 1.51314 |
| 2005 | 0.075 | -0.799 | -3.183 | -3.175 | 1 | 0.00110 | 0.35270 | 1.309 | -0.1927 | 1.70089 |
| 2006 | 0.832 | -1.043 | -1.146 | 1.541 | 1 | -0.03385 | 0.04080 | 0.552 | -0.1349 | 1.89804 |
| 2004 | 2.973 | -0.116 | -1.906 | -1.09 | 1 | -0.16760 | 0.18305 | 0.416 | -0.2718 | 1.15244 |
| 2005 | 0.15 | -0.462 | 0.046 | 0.676 | 1 | -0.05737 | 0.12486 | 0.316 | 0.0523 | 1.05286 |
| 2006 | -0.571 | 0.675 | -1.392 | -2.26 | 1 | -0.03726 | 0.12151 | 1.158 | 0.1142 | 0.95692 |
| 2004 | 11.394 | -0.662 | -0.855 | 0.411 | 1 | 0.02031 | 0.10562 | -0.083 | 0.0031 | 0.97237 |
| 2005 | -1.056 | 1.591 | 2.709 | 3.498 | 1 | -0.00372 | 0.07069 | -0.199 | -0.0063 | 0.93099 |
| 2006 | -0.309 | 0.335 | -1.381 | 0.791 | 1 | 0.01436 | 0.09032 | 0.136 | 0.0016 | 0.91637 |
| 2004 | -2.961 | 0.004 | -2.615 | 5.24 | 1 | 0.03456 | 0.11118 | 1.125 | -0.1084 | 0.78882 |
| 2005 | 0.36 | -0.754 | -1.673 | -1.847 | 1 | -0.01944 | 0.04216 | 0.28 | 0.0544 | 0.79890 |
| 2006 | 0.526 | -0.586 | -0.004 | 3.099 | 1 | 0.01913 | 0.05190 | 0.308 | 0.0376 | 0.79729 |
| 2004 | -0.099 | -0.017 | 0.046 | 0.931 | 1 | -0.03467 | 0.00668 | 0.008 | -0.0568 | 0.98116 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|---|----------|---------|--------|---------|---------|
| 2005 | 0.059 | -0.118 | 0.494 | -0.605 | 1 | -0.00659 | 0.00519 | -0.377 | 0.0818 | 0.93122 |
| 2006 | -1.187 | 1.615 | -0.931 | 0.159 | 1 | -0.01866 | 0.00358 | 0.584 | 0.0767 | 0.94402 |
| 2004 | -2.085 | -0.089 | -2.13 | 1.55 | 1 | -0.04123 | 0.00734 | 1.264 | 0.0165 | 0.68359 |
| 2005 | 1.394 | -2.915 | -4.002 | 2.657 | 1 | -0.01568 | 0.01002 | -0.43 | 0.0433 | 0.62275 |
| 2006 | 1.09 | -1.339 | -3.954 | -1.983 | 1 | -0.04329 | 0.01112 | 2.777 | 0.0752 | 0.79269 |
| 2004 | -8.318 | -0.091 | -1.275 | -9.596 | 1 | -0.02594 | 0.87695 | 0.792 | -0.0929 | 1.43012 |
| 2005 | -3.6 | 5.991 | 5.09 | 6.098 | 1 | -0.02368 | 0.02930 | 2.524 | 0.0648 | 0.52563 |
| 2006 | -0.203 | 0.099 | -3.375 | -5.654 | 1 | -0.01587 | 0.02904 | 2.18 | 0.0754 | 1.17159 |
| 2004 | 1.408 | 0.038 | -3.72 | 2.538 | 1 | -0.01044 | 0.28357 | 0.884 | 0.0654 | 1.17577 |
| 2005 | 0.21 | -0.459 | -2.135 | -2.293 | 1 | 0.00866 | 0.27158 | 0.959 | 0.0695 | 1.21758 |
| 2006 | -0.27 | 0.202 | -0.648 | -1.219 | 1 | -0.00690 | 0.23301 | 0.733 | 0.095 | 1.19712 |
| 2004 | -1.553 | -0.053 | -2.432 | 0.101 | 1 | -0.03807 | 0.08399 | 0.86 | 0.0201 | 0.89799 |
| 2005 | -0.174 | -0.018 | -1.063 | 0.563 | 1 | -0.03223 | 0.06025 | 0.658 | 0.0245 | 0.83737 |
| 2006 | -0.354 | 0.38 | -1.799 | -2.366 | 1 | -0.00561 | 0.05366 | 1.099 | 0.028 | 0.86422 |
| 2004 | -5.617 | -0.459 | -4.579 | 4.609 | 1 | 0.83783 | 0.27322 | 2.901 | 0.0047 | 0.92698 |
| 2005 | 0.646 | -0.818 | -2.276 | -1.192 | 1 | 0.11266 | 0.28065 | 1.209 | 0.0111 | 0.88410 |
| 2006 | -0.593 | 0.803 | -1.271 | 0.946 | 1 | 0.04285 | 0.32840 | 1.189 | 0.006 | 0.87952 |
| 2004 | 0.573 | -0.116 | -0.7 | -0.538 | 1 | 0.09007 | 0.16469 | 0.49 | 0.1381 | 1.60366 |
| 2005 | -0.095 | -0.031 | -2.523 | -2.687 | 1 | 0.07529 | 0.24553 | 1.301 | 0.0892 | 1.34118 |
| 2006 | -0.778 | 0.963 | -0.954 | 2.351 | 1 | 0.03266 | 0.19927 | 1.584 | 0.0641 | 1.71093 |
| 2004 | 3.446 | -0.303 | -1.645 | 1.787 | 0 | 0.10349 | 0.04186 | 0.863 | 0.0916 | 1.03293 |
| 2005 | -1.2 | 1.572 | 0.326 | 1.479 | 0 | 0.05556 | 0.11866 | 0.076 | 0.0921 | 1.17283 |
| 2006 | -0.183 | 0.152 | -0.476 | -2.007 | 0 | -0.02612 | 0.10878 | 0.245 | 0.0931 | 1.12937 |
| 2004 | 0.015 | -0.034 | -1.078 | 1.871 | 1 | -0.02221 | 0.29888 | 0.886 | 0.0248 | 0.79493 |
| 2005 | -1.375 | 2.309 | 1.314 | 4.221 | 1 | -0.04180 | 0.21953 | -0.15 | 0.0699 | 0.76652 |
| 2006 | -2.817 | 3.865 | -4.377 | -5.154 | 1 | -0.03211 | 0.19311 | 0.878 | 0.012 | 1.01397 |
| 2004 | -0.396 | -0.084 | -2.404 | 0.89 | 1 | -0.27342 | 0.52969 | 1.288 | 0.0754 | 1.05909 |
| 2005 | -0.147 | 0.104 | -3.103 | -1.64 | 1 | -0.00117 | 0.58276 | 1.438 | 0.0464 | 0.96579 |
| 2006 | 0.277 | -0.462 | -1.801 | 1.262 | 1 | 0.00088 | 0.53513 | 0.886 | 0.0163 | 0.95907 |
| 2004 | 1.836 | -0.17 | -3.328 | 4.111 | 0 | -0.04270 | 0.10167 | 1.673 | 0.0567 | 1.15077 |
| 2005 | 0.03 | -0.113 | -1.702 | -0.505 | 0 | -0.06009 | 0.09465 | 0.242 | -0.0146 | 1.11352 |
| 2006 | 0.709 | -0.966 | -1.488 | -2.06 | 0 | 0.00728 | 0.07604 | 0.325 | 0.0558 | 0.97662 |

| | | | | | | | | | | |
|------|---------|--------|--------|---------|---|----------|---------|--------|---------|----------|
| 2004 | -7.01 | -0.236 | -2.103 | 0.205 | 0 | -0.01265 | 0.09807 | 1.797 | 0.1437 | 1.36706 |
| 2005 | -1.08 | 0.552 | 1.234 | -6.701 | 0 | 0.14948 | 0.08383 | -0.31 | 0.0914 | 1.43163 |
| 2006 | -0.415 | 0.458 | -2.583 | -0.806 | 0 | 0.14274 | 0.13211 | 1.614 | 0.0327 | 1.34088 |
| 2004 | -4.727 | -0.098 | -0.879 | 2 | 0 | 0.03871 | 0.45096 | 1.218 | -0.0175 | 1.21895 |
| 2005 | 1.141 | -1.182 | -4.585 | -10.463 | 0 | 0.02179 | 0.43754 | 1.76 | 0.0083 | 1.17994 |
| 2006 | -0.352 | 0.412 | -2.845 | -0.798 | 0 | 0.01545 | 0.35469 | 1.521 | 0.0003 | 1.11434 |
| 2004 | 0.95 | -0.09 | 0.295 | 0.274 | 1 | 0.08456 | 0.45131 | 0.094 | -0.0532 | 0.85474 |
| 2005 | -0.049 | -0.596 | -1.623 | -3.844 | 1 | 0.04166 | 0.35289 | -0.061 | -0.0127 | 0.89577 |
| 2006 | 0.127 | -0.18 | 0.806 | 0.265 | 1 | 0.14675 | 0.36633 | -0.773 | 0.0044 | 0.89791 |
| 2004 | 2.252 | -0.277 | -3.246 | 2.332 | 1 | -0.01679 | 0.42482 | 2.522 | 0.007 | 0.94247 |
| 2005 | -0.584 | 0.983 | 0.036 | -0.548 | 1 | -0.00761 | 0.19517 | -0.057 | 0.0207 | 0.75873 |
| 2006 | 0.068 | -0.081 | -1.427 | 0.825 | 1 | -0.00985 | 0.37637 | 0.813 | 0.0085 | 0.87592 |
| 2004 | -10.662 | 0.029 | 0.985 | -2.175 | 0 | -0.01255 | 0.23169 | 0.835 | -0.0152 | 0.70226 |
| 2005 | -0.159 | 0.478 | 1.829 | 0.382 | 0 | -0.01697 | 0.17436 | -0.852 | 0.0161 | 0.69843 |
| 2006 | 0.439 | -0.708 | 0.291 | 1.324 | 0 | 0.03846 | 0.16389 | 0.182 | 0.0365 | 0.70846 |
| 2004 | -2.454 | -0.094 | -0.849 | 2.649 | 1 | -0.18099 | 0.44534 | 0.93 | 0.1007 | 0.84712 |
| 2005 | -0.126 | -0.439 | -2.052 | 1.019 | 1 | -0.04060 | 0.56940 | 1.201 | 0.0095 | 0.94090 |
| 2006 | 0.137 | -0.303 | -2.472 | 0.968 | 1 | -0.02953 | 0.57230 | 1.471 | -0.607 | 0.88127 |
| 2004 | 1.509 | -0.175 | -6.284 | 13.458 | 1 | 0.00631 | 0.21065 | 2.427 | 0.0274 | 0.92954 |
| 2005 | 0.38 | -1.65 | -0.312 | -7.894 | 1 | 0.03479 | 0.17746 | -0.31 | 0.0082 | 0.91058 |
| 2006 | -0.179 | 0.02 | -1.746 | -4.309 | 1 | -0.00844 | 0.10319 | 0.868 | -0.0047 | 0.87546 |
| 2004 | -1.031 | 0.096 | -1.569 | 5.61 | 1 | -0.01215 | 0.04428 | 0.638 | 0.0881 | 1.05140 |
| 2005 | -0.143 | -0.039 | 0.06 | 1.346 | 1 | 0.00363 | 0.04570 | -0.163 | 0.0991 | 0.97777 |
| 2006 | -0.359 | 0.481 | -0.496 | 0.704 | 1 | 0.01955 | 0.04476 | 0.365 | 0.0923 | 1.00485 |
| 2004 | -4.257 | -0.018 | -0.51 | 0.769 | 0 | -0.00481 | 0.00474 | 0.608 | 0.0213 | 3.647207 |
| 2005 | -1.545 | 1.844 | 3.572 | 11.106 | 0 | -0.12965 | 0.03133 | -1.778 | -0.1709 | 2.270494 |
| 2006 | -0.515 | 0.581 | -1.082 | -1.708 | 0 | 0.01056 | 0.02804 | 0.864 | 0.0068 | 1.203594 |
| 2004 | 2.461 | -0.208 | -1.78 | -1.85 | 1 | 0.19627 | 0.27192 | 1.12 | 0.0763 | 1.17392 |
| 2005 | -0.209 | -0.065 | -2.396 | -2.095 | 1 | -0.03654 | 0.28972 | 1.02 | 0.0474 | 1.09444 |
| 2006 | -0.474 | 0.658 | -0.338 | 0.903 | 1 | 0.00772 | 0.29211 | 0.758 | 0.0078 | 1.11078 |
| 2004 | -0.576 | -0.124 | -3.79 | -1.119 | 1 | 0.06809 | 0.23383 | 1.162 | 0.1624 | 1.49868 |
| 2005 | -1.051 | 1.421 | -1.566 | 0.169 | 1 | 0.28666 | 0.27083 | 1.003 | 0.0988 | 1.59926 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|---------|---|----------|---------|--------|---------|---------|
| 2006 | 0.304 | -0.3 | -1.273 | 0.9 | 1 | 0.08310 | 0.22922 | 0.756 | 0.0827 | 2.25188 |
| 2004 | -0.885 | 0.212 | -2.864 | 1.432 | 1 | -0.00071 | 0.11626 | 0.225 | 0.006 | 2.10454 |
| 2005 | -0.363 | 0.593 | 3.15 | 0.149 | 1 | 0.04720 | 0.17221 | -0.425 | -0.0457 | 2.25343 |
| 2006 | -0.25 | 0.493 | -3.701 | -0.831 | 1 | -0.04290 | 0.19993 | 2.014 | 0.0177 | 2.33927 |
| 2004 | 0.05 | 0.077 | -1.673 | 1.832 | 1 | 0.00376 | 0.33745 | 0.499 | -0.0567 | 0.99748 |
| 2005 | 0.707 | -1.336 | -1.586 | 0.432 | 1 | -0.02402 | 0.11236 | 0.164 | -0.0422 | 1.03939 |
| 2006 | -2.446 | 3.052 | 0.119 | 1.796 | 1 | -0.03109 | 0.07401 | 0.663 | 0.0017 | 1.03568 |
| 2004 | -0.26 | -0.05 | -2.044 | -1.112 | 1 | 0.02014 | 0.09583 | 0.632 | 0.1155 | 1.16924 |
| 2005 | 1.329 | -2.182 | -3.757 | -2.645 | 1 | 0.01683 | 0.08708 | 0.798 | 0.1300 | 1.05339 |
| 2006 | 0.814 | -1.428 | -2.845 | 7.386 | 1 | -0.00625 | 0.10553 | 2.904 | 0.0942 | 1.77742 |
| 2004 | -1.01 | 0.111 | -6.213 | 1.174 | 0 | -0.02242 | 0.05227 | 3.038 | 0.0138 | 1.51765 |
| 2005 | -0.063 | 0.43 | -2.303 | 0.854 | 0 | -0.00376 | 0.04482 | 1.179 | 0.0185 | 1.17573 |
| 2006 | 0.066 | -0.172 | 0.75 | 0.349 | 0 | -0.01723 | 0.03947 | -0.202 | 0.0222 | 1.02486 |
| 2004 | 9.868 | -0.058 | -3.229 | 2.723 | 1 | 0.07087 | 0.26940 | 0.611 | 0.1065 | 1.67790 |
| 2005 | -0.249 | 0.284 | -2.199 | -1.985 | 1 | 0.03905 | 0.19824 | 0.821 | 0.1351 | 2.66644 |
| 2006 | 0.917 | -1.226 | -2.954 | 2.017 | 1 | 0.03567 | 0.09121 | 1.025 | 0.1463 | 2.96575 |
| 2004 | 1.317 | -0.107 | -2.411 | 1.831 | 0 | 0.00061 | 0.02831 | 0.975 | 0.0663 | 1.27610 |
| 2005 | 0.756 | -1.491 | -2.668 | -0.545 | 0 | -0.00128 | 0.02768 | 0.399 | 0.0449 | 4.52783 |
| 2006 | -0.514 | 0.603 | -0.216 | -1.854 | 0 | -0.00636 | 0.03005 | 0.316 | 0.0349 | 1.03628 |
| 2004 | -4.645 | -0.027 | -1.055 | 0.671 | 0 | 0.05970 | 0.01436 | 0.773 | 0.2855 | 2.77935 |
| 2005 | 0.217 | -0.621 | -2.231 | -2.661 | 0 | -0.00973 | 0.02457 | 0.632 | 0.2646 | 2.66927 |
| 2006 | 0.889 | -0.865 | -3.557 | -0.424 | 0 | -0.00338 | 0.02374 | 0.052 | 0.3061 | 3.33627 |
| 2004 | 5.144 | 0.23 | -4.918 | 9.305 | 0 | 0.01726 | 0.00470 | 1.167 | 0.0203 | 0.57350 |
| 2005 | 0.295 | -0.999 | -1.336 | 1.57 | 0 | 0.01494 | 0.00611 | 0.321 | 0.0174 | 0.48541 |
| 2006 | -0.236 | 0.249 | -3.672 | -6.511 | 0 | 0.01283 | 0.02067 | 1.384 | 0.0208 | 0.53749 |
| 2004 | -0.484 | -0.194 | -1.113 | 4.121 | 0 | 0.03118 | 0.02787 | 1.055 | 0.1509 | 1.80954 |
| 2005 | -0.083 | 0.154 | -1.648 | -0.104 | 0 | 0.06245 | 0.02903 | 0.499 | 0.1265 | 1.31940 |
| 2006 | -0.693 | 1.351 | -4.299 | -14.148 | 0 | 0.00961 | 0.03376 | -0.076 | 0.1099 | 1.85008 |
| 2004 | -2.448 | -0.133 | -2.002 | 3.636 | 1 | 0.07942 | 0.03512 | 0.581 | 0.1746 | 1.47902 |
| 2005 | -0.587 | 0.707 | -0.359 | -0.431 | 1 | 0.06090 | 0.03748 | 0.321 | 0.1702 | 1.51777 |
| 2006 | -0.89 | 1.245 | -0.156 | 0.203 | 1 | 0.11381 | 0.03595 | 0.708 | 0.1489 | 1.96701 |

| | | | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|---|----------|---------|-------|--------|----------|
| 2004 | -1.293 | 0.013 | -1.498 | 0.086 | 0 | 0.00702 | 0.01825 | 0.361 | 0.0447 | 0.75503 |
| 2005 | 0.002 | -0.206 | -2.382 | -2.433 | 0 | -0.00415 | 0.01760 | 0.957 | 0.0293 | 0.51809 |
| 2006 | 0.453 | -0.533 | -1.711 | 2.009 | 0 | -0.00259 | 0.01445 | 1.066 | 0.0312 | 0.56331 |
| 2004 | -0.139 | 0.075 | 0.179 | 0.333 | 1 | 0.13814 | 0.03798 | 0.222 | 0.4015 | 7.28460 |
| 2005 | -0.148 | -0.114 | -1.534 | -0.431 | 1 | 0.04038 | 0.04084 | 0.018 | 0.3749 | 7.73200 |
| 2006 | -1.308 | 1.639 | -0.787 | -1.526 | 1 | 0.05960 | 0.04149 | 0.885 | 0.3722 | 11.37386 |

Sumber: Bank Indonesia dan ICMD 2000 s/d 2006 yang diolah.

Lampiran 16.

HASIL REGRESI PERSAMAAN 1-1

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|---------------------------------------|-------------------|--------|
| 1 | PERTEKON , INF, KURS, INT(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: RISKSIS

Model Summary(b)

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .925(a) | .855 | .853 | .24938888 | 1.824 |

a Predictors: (Constant), PERTEKON, INF, KURS, INT

b Dependent Variable: RISKSIS

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|---------|---------|
| 1 | Regression | 88.719 | 4 | 22.180 | 356.617 | .000(a) |
| | Residual | 15.051 | 242 | .062 | | |
| | Total | 103.770 | 246 | | | |

a Predictors: (Constant), PERTEKON, INF, KURS, INT

b Dependent Variable: RISKSIS

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .179 | .021 | | 8.649 | .000 |
| | INF | -.035 | .005 | -.167 | -6.597 | .000 |
| | INT | .207 | .018 | .310 | 11.676 | .000 |
| | KURS | -.363 | .010 | -.928 | -35.747 | .000 |
| | PERTEKON | .011 | .005 | .058 | 2.335 | .020 |

a Dependent Variable: RISKSIS

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|------|-------------------------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 | (Constant) | .179 | .021 | | 8.649 | .000 | | |
| | INF | -.035 | .005 | -.167 | -6.597 | .000 | .936 | 1.068 |
| | INT | .207 | .018 | .310 | 11.676 | .000 | .850 | 1.177 |
| | KURS | -.363 | .010 | -.928 | -35.747 | .000 | .890 | 1.124 |
| | PERTEKON | .011 | .005 | .058 | 2.335 | .020 | .971 | 1.030 |

a. Dependent Variable: RISKSIS

Statistics**RESIDUAL**

| | | |
|------------------------|---------|--------|
| N | Valid | 247 |
| | Missing | 0 |
| Skewness | | .181 |
| Std. Error of Skewness | | .155 |
| Kurtosis | | -1.075 |
| Std. Error of Kurtosis | | .309 |

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .206 | .011 | | 19.414 | .000 |
| | INF | .001 | .003 | .035 | .529 | .597 |
| | INT | -.001 | .009 | -.009 | -.131 | .896 |
| | KURS | -.005 | .005 | -.063 | -.925 | .356 |
| | PERTEKON | .003 | .002 | .076 | 1.167 | .244 |

a. Dependent Variable: RESIDUAL

Lampiran 17.

HASIL REGRESI PERSAMAAN 1-2

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|--------------------------------------|-------------------|--------|
| 1 | RISKSIS, PERTEKON, INT, INF, KURS(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: KINPER

Model Summary(b)

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .176(a) | .031 | .011 | .11595906 | 1.496 |

a Predictors: (Constant), RISKSIS, PERTEKON, INT, INF, KURS

b Dependent Variable: KINPER

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|---------|
| 1 | Regression | .104 | 5 | .021 | 1.540 | .178(a) |
| | Residual | 3.241 | 241 | .013 | | |
| | Total | 3.344 | 246 | | | |

a Predictors: (Constant), RISKSIS, PERTEKON, INT, INF, KURS

b Dependent Variable: KINPER

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|-------------------------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 | (Constant) | .052 | .011 | | 4.697 | .000 | | |
| | INF | -.002 | .003 | -.065 | -.919 | .359 | .793 | 1.260 |
| | INT | .022 | .010 | .182 | 2.116 | .035 | .544 | 1.840 |
| | KURS | -.022 | .012 | -.317 | -1.881 | .061 | .142 | 7.056 |
| | PERTEKON | -.001 | .002 | -.022 | -.335 | .738 | .949 | 1.053 |
| | RISKSIS | -.069 | .030 | -.387 | -2.322 | .021 | .145 | 6.894 |

a Dependent Variable: KINPER

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .070 | .009 | | 7.826 | .000 |
| | INF | -.001 | .002 | -.027 | -.377 | .707 |
| | INT | -.004 | .008 | -.043 | -.496 | .620 |
| | KURS | .007 | .010 | .119 | .701 | .484 |
| | PERTEK ON | .002 | .002 | .069 | 1.057 | .291 |
| | RISKSIS | .007 | .024 | .052 | .308 | .758 |

a. Dependent Variable: RESIDUAL

Lampiran 18.

HASIL REGRESI PERSAMAAN 1-3

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|--|-------------------|--------|
| 1 | KINPER, INF, PERTEKON , KURS, INT, RISKSIS(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: NILPER

Model Summary(b)

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .416(a) | .173 | .152 | .95718166 | .903 |

a Predictors: (Constant), KINPER, INF, PERTEKON, KURS, INT, RISKSIS

b Dependent Variable: NILPER

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|---------|
| 1 | Regression | 46.029 | 6 | 7.671 | 8.373 | .000(a) |
| | Residual | 219.887 | 240 | .916 | | |
| | Total | 265.916 | 246 | | | |

a Predictors: (Constant), KINPER, INF, PERTEKON, KURS, INT, RISKSIS

b Dependent Variable: NILPER

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|-------------------------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 | (Constant) | 1.237 | .095 | | 13.030 | .000 | | |
| | INF | -.032 | .022 | -.094 | -1.431 | .154 | .791 | 1.265 |
| | INT | -.081 | .086 | -.076 | -.945 | .345 | .534 | 1.874 |
| | KURS | .073 | .098 | .116 | .740 | .460 | .140 | 7.160 |
| | PERTEKON | -.018 | .019 | -.058 | -.965 | .336 | .949 | 1.054 |
| | RISKSIS | .078 | .249 | .049 | .312 | .755 | .142 | 7.049 |
| | KINPER | 3.536 | .532 | .396 | 6.649 | .000 | .969 | 1.032 |

a. Dependent Variable: NILPER

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .524 | .075 | | 6.961 | .000 |
| | INF | -.001 | .018 | -.005 | -.067 | .946 |
| | INT | -.040 | .068 | -.051 | -.589 | .556 |
| | KURS | .044 | .078 | .096 | .562 | .574 |
| | PERTEKON | -.006 | .015 | -.027 | -.409 | .683 |
| | RISKSIS | .084 | .198 | .072 | .427 | .670 |
| | KINPER | 1.053 | .422 | .161 | 2.496 | .013 |

a. Dependent Variable: RESIDUAL

Lampiran 19.

HASIL REGRESI PERSAMAAN 2-1

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|------------------------|-------------------|--------|
| 1 | LEVKEU, CAPEX, INMA(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: KINPER

Model Summary(b)

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .767(a) | .589 | .584 | .03437796 | 1.294 |

a Predictors: (Constant), LEVKEU, CAPEX, INMA

b Dependent Variable: KINPER

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|---------|---------|
| 1 | Regression | .456 | 3 | .152 | 128.743 | .000(a) |
| | Residual | .319 | 270 | .001 | | |
| | Total | .776 | 273 | | | |

a Predictors: (Constant), LEVKEU, CAPEX, INMA

b Dependent Variable: KINPER

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|---------|------|-------------------------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 | (Constant) | .081 | .005 | | 16.875 | .000 | | |
| | INMA | .018 | .004 | .160 | 4.074 | .000 | .994 | 1.007 |
| | CAPEX | -4.251E-05 | .000 | -.008 | -.209 | .835 | .994 | 1.006 |
| | LEVKEU | -.114 | .006 | -.755 | -19.335 | .000 | .999 | 1.001 |

a Dependent Variable: KINPER

RESIDUAL

| | | |
|------------------------|---------|-------|
| N | Valid | 274 |
| | Missing | 0 |
| Skewness | | .481 |
| Std. Error of Skewness | | .147 |
| Kurtosis | | -.792 |
| Std. Error of Kurtosis | | .293 |

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .033 | .003 | | 12.002 | .000 |
| | INMA | -.003 | .002 | -.076 | -1.260 | .209 |
| | CAPEX | .000 | .000 | -.088 | -1.451 | .148 |
| | LEVKEU | -.005 | .003 | -.091 | -1.511 | .132 |

a. Dependent Variable: RESIDUAL

Lampiran 20.

HASIL REGRESI PERSAMAAN 2-2

Variables Entered/Removed(b)

| Model | Variables Entered | Variables Removed | Method |
|-------|--------------------------------|-------------------|--------|
| 1 | KINPER, CAPEX, INMA, LEVKEU(a) | . | Enter |

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: NILPER

Model Summary(b)

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|---------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .488(a) | .238 | .227 | .59217065 | 1.349 |

a Predictors: (Constant), KINPER, CAPEX, INMA, LEVKEU

b Dependent Variable: NILPER

ANOVA(b)

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|--------|---------|
| 1 | Regression | 29.474 | 4 | 7.368 | 21.013 | .000(a) |
| | Residual | 94.329 | 269 | .351 | | |
| | Total | 123.803 | 273 | | | |

a Predictors: (Constant), KINPER, CAPEX, INMA, LEVKEU

b Dependent Variable: NILPER

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|-------------------------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 | (Constant) | .270 | .119 | | 2.270 | .024 | | |
| | INMA | -.072 | .078 | -.051 | -.927 | .355 | .936 | 1.068 |
| | CAPEX | -.001 | .004 | -.016 | -.306 | .760 | .994 | 1.006 |
| | LEVKEU | 1.380 | .156 | .725 | 8.819 | .000 | .419 | 2.387 |
| | KINPER | 5.401 | 1.048 | .427 | 5.152 | .000 | .411 | 2.430 |

a Dependent Variable: NILPER

Coefficients(a)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | .030 | .004 | | 7.739 | .000 |
| | INMA | -.004 | .003 | -.089 | -1.435 | .153 |
| | CAPEX | .000 | .000 | -.087 | -1.439 | .151 |
| | LEVKEU | -.002 | .005 | -.029 | -.308 | .759 |
| | KINPER | .031 | .035 | .083 | .880 | .380 |

a. Dependent Variable: RESIDUAL

Lampiran 21.

GLOSSARY

1. *Agency theory* adalah teori keuangan yang menyatakan bahwa antara pemilik dan manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda.
2. *Agent* adalah pihak yang menerima wewenang (manajer).
3. *Beta* (β), koefisien beta adalah nilai koefisien yang menggambarkan kecenderungan saham untuk bergerak naik atau turun dalam pasar.
4. *Capital expenditure* adalah merupakan implementasi dari kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan investasi, dan berkenaan dengan penggunaan dana untuk pembangunan pabrik, perbaikan atau pembelian mesin-mesin serta perlengkapan baru.
5. *Capital structure theory* adalah merupakan teori keuangan yang berpandangan bahwa dalam pasar yang sempurna dan ada pajak penghasilan, maka keputusan *financing* adalah relevan, yaitu bahwa nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih tinggi dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.
6. Faktor fundamental adalah merupakan faktor yang berada di luar pasar modal yang akan mempengaruhi harga saham di masa mendatang.
7. Faktor fundamental makro merupakan faktor fundamental negara, disebut juga faktor eksternal perusahaan adalah merupakan faktor di luar perusahaan yang mendasari akan mempengaruhi harga saham di masa mendatang, seperti;

faktor ekonomi, lingkungan, politik, hukum, sosial, budaya, keamanan, pendidikan, dll.

8. Faktor fundamental makroekonomi, adalah merupakan faktor yang mendasari akan mempengaruhi harga saham di masa mendatang melalui indikator inflasi, tingkat bunga kurs dan pertumbuhan ekonomi.
9. Faktor fundamental mikro atau faktor fundamental perusahaan adalah merupakan faktor dari dalam perusahaan yang mendasari akan mempengaruhi harga saham di masa mendatang, seperti; faktor likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas.
10. *Gross domestic product* adalah merupakan pendapatan total dan pengeluaran total nasional atas *output* barang dan jasa.
11. Inflasi adalah kelebihan permintaan yang disebabkan karena penambahan jumlah uang yang beredar.
12. *Interest Rate Parity* adalah teori yang berpandangan bahwa kurs *forward* suatu mata uang yang mengandung premi (atau diskon) ditentukan oleh perbedaan suku bunga antara dua negara.
13. *International Fisher Parity* adalah teori yang berpandangan bahwa kurs *spot* mata uang akan berubah sesuai dengan perbedaan suku bunga antara 2 negara.
14. Insentif manajer merupakan kompensasi yang diterima oleh manajer karena telah menjalankan tugas dan kewajibannya sesuai dengan keinginan pemilik.
15. Kebijakan perusahaan adalah merupakan kebijakan manajemen yang berkaitan dengan keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

16. Kinerja perusahaan adalah tingkat pencapaian prestasi perusahaan yang diukur dalam bentuk hasil-hasil kerja.
17. Kurs merupakan harga atau nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing.
18. *Leverage* keuangan merupakan implementasi kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan masalah pendanaan, dan berkenaan dengan penggunaan hutang oleh perusahaan.
19. Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini.
20. *Pecking order theory* adalah pengembangan dari *Static Trade-Off* (STO), bahwa penentuan struktur modal yang optimal didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki berdasarkan biaya modal yang paling murah yang bersumber pada sumber dana internal (laba) sampai dengan sumber dana eksternal (utang dan saham).
21. Pertumbuhan ekonomi menggambarkan standar materi kehidupan yang meningkat sepanjang waktu (satu tahun) bagi kehidupan orang-orang dalam suatu negara yang berasal dari peningkatan pendapatan, sehingga memungkinkan orang-orang mengkonsumsi jumlah barang dan jasa yang lebih banyak dan beragam.

22. Perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang usahanya berkaitan dengan pengolahan bahan baku menjadi produk jadi yang siap untuk digunakan, atau produk setengah jadi yang akan diolah lebih lanjut menjadi produk jadi.
23. *Principal* adalah pihak yang memberi wewenang (pemilik).
24. *Profit* adalah indikator *future earning* dari sebuah investasi yang akan dilakukan saat ini.
25. *Purchasing Power Parity* adalah merupakan teori yang menghubungkan kurs valas dengan harga-harga komoditi dalam mata uang lokal di pasar internasional, yaitu bahwa kurs valas akan cenderung menurun dalam proporsi yang sama dengan laju kenaikan harga.
26. Risiko sistematis (*systematic risk*) atau juga disebut risiko pasar, merupakan risiko yang berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan, seperti; perang, bencana alam, inflasi, resesi, perubahan kurs, dan suku bunga yang tinggi.
27. Risiko tidak sistimatis (*unsystematic risk*) merupakan risiko yang berhubungan dengan kejadian acak, disebabkan karena kegiatan-kegiatan dari dalam perusahaan, seperti; perkara hukum, pemogokan, program pemasaran yang sukses dan tidak sukses, kalah atau menang kontrak, serta kejadian-kejadian unik lainnya.
28. *Signaling theory* adalah merupakan efek yang terjadi sebagai akibat dari pengumuman laporan keuangan yang ditangkap oleh para pengguna, khususnya para pelaku bursa.

29. Teori ekonomi adalah teori yang berpandangan bahwa, pergerakan inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan investasi di sektor riil.
30. Tingkat bunga adalah merupakan tingkat pendapatan atau biaya yang akan diterima atau dibayarkan oleh pemilik modal.
31. *Trade-off theory* adalah merupakan teori keuangan yang menyatakan bahwa hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal.
32. *Utility* adalah manfaat.

Lampiran 22.

INDEX

A

Agency Theory, 74 – 77

Aquisition, 133

B

Beta Inflasi, 241

Beta Saham, 205

Beta Tingkat suku Bunga, 241

Beta Kurs, 241

Beta Pertumbuhan Ekonomi, 242

C

Capital Asset pricing Model (CAPM), 205

Capital Expenditure, 150 - 151

Capital Structure Theory, 71 – 72

F

Faktor Fundamental, 80 - 81

Faktor Fundamental Makro, 82 – 86

Faktor Fundamental Makroekonomi, 102

Faktor Fundamental Mikro, 89 – 90

Free Cash Flow Theory, 151

Future Income, 435

I

Inflasi, 108 – 110

Insentif Manajer, 153 – 158

Interest Rate Parity, 113

International Fisher Parity, 113

K

Kebijakan Perusahaan, 129 – 133

Kinerja Perusahaan, 119 – 121

Kurs, 112 – 113

L

Leverage Keuangan, 141 – 142

Lingkungan Eksternal, 103

M

Motivasi *Opportunistic*, 79

Motivasi *Signaling*, 79

N

Nilai Perusahaan, 122 – 125

P

Pecking Order Theory, 73

Pertumbuhan Ekonomi, 114-115

Purchasing Power Parity, 113

R

Return on Asset, 243

S

Signaling Theory, 78 – 79

Systematic Risk, 106

T

Tingkat Bunga, 110 -112

Tobin's Q, 100

Trade-off Theory, 73

U

Unsystematic Risk, 105